

南華大學管理學院財務金融學系財務管理碩士班

碩士論文

Master Program in Financial Management

Department of Finance

College of Management

Nanhua University

Master Thesis

總統選舉對股價報酬之影響：以台灣為例

The Impact of Presidential Election on Stock Returns:

A Case Study of Taiwan

張天穎

Tien-Ying Chang

指導教授：吳依正 博士

Advisor: Yi-Chen Wu, Ph.D.

中華民國 108 年 6 月

June 2019

摘要

本文利用事件研究法分析自 2004 至 2016 年這段期間，台灣每次進行總統選舉事件後，對全體上市公司股價的影響。分別探討台股中權值比重高的前九大類股，在此重大政治選舉事件發生後，是否引發異常報酬 AR 及累積異常報酬 CAR？實證結果顯示，每當在選舉事件日後，股票市場的異常報酬往往牽動著選舉相關概念股的股價。而影響相關類股的股價走勢與波動幅度，會因為當時政治時空背景的不同而有所差異。故總統大選結果若發生政黨輪替，則顯著對股市造成衝擊效應，導致股價走勢明顯，異常報酬率 AR 與累積異常報酬率 CAR 明顯增加。總統大選結果若發生執政黨連續執政，則對股市的衝擊幅度較小，其異常報酬率 AR 與累積異常報酬率 CAR 明顯為低。

關鍵字：股市、選舉、事件研究法、異常報酬



Abstract

This paper uses the event research method to analyze the impact of Taiwan's share price on all listed companies after the presidential elections in the period from 2004 to 2016. And separately discuss the top nine stocks with a high proportion of weights in Taiwan stocks. After this major political election incident, does it trigger abnormal returns AR and accumulated abnormal returns CAR? The empirical results show that every time after the election event day, the abnormal remuneration of the stock market often affects the stock price of the relevant concept stocks. The stock price movements and fluctuations affecting related stocks will vary depending on the political time and space background. Therefore, if a political party rotation occurs in the presidential election results, it will have a significant impact on the stock market, resulting in a clear stock price trend. The abnormal return rate AR and the cumulative abnormal return rate CAR increase significantly. If the ruling party continues to govern in the presidential election, the impact on the stock market will be small, and its abnormal return rate AR and cumulative abnormal return rate CAR will be significantly lower.

Keywords: Stock Market, Election, Event Study, Abnormal Returns

目錄

| | |
|---|-----|
| 摘要..... | i |
| Abstract | ii |
| 目錄..... | iii |
| 圖目錄..... | v |
| 表目錄..... | vii |
| 第壹章 緒論..... | 1 |
| 第一節 研究背景與動機..... | 1 |
| 第二節 研究目的..... | 13 |
| 第三節 研究架構..... | 14 |
| 第貳章 文獻探討..... | 16 |
| 第一節 效率市場假說及相關文獻..... | 16 |
| 第二節 政治性景氣循環(Political Business Cycle)的相關文獻..... | 19 |
| 第三節 台灣選舉引發異常報酬的相關文獻之研究..... | 21 |
| 第四節 國際政經事件引發異常報酬的相關文獻之研究..... | 24 |
| 第參章 研究方法..... | 27 |
| 第一節 研究對象與範圍..... | 27 |
| 一、 研究期間..... | 27 |
| 二、 樣本選取..... | 28 |
| 第二節 研究方法..... | 33 |
| 一、 事件研究法概述..... | 33 |
| 二、 事件研究法步驟..... | 35 |
| 三、 市場模式(Market Model)..... | 37 |
| 第三節 研究假說..... | 37 |
| 第肆章 實證方法與分析..... | 39 |
| 第一節 不同選舉事件日對整體上市公司之平均異常報酬及累積平均異常報酬..... | 39 |
| 一、 2004/03/20 總統大選(連續執政)..... | 39 |
| 二、 2008/03/22 總統大選(政黨輪替)..... | 41 |
| 三、 2012/01/14 總統大選(連續執政)..... | 42 |
| 四、 2016/01/16 總統大選(政黨輪替)..... | 44 |
| 第二節 各產業在不同選舉事件日之 AR 及 CAR..... | 45 |
| 一、 2004/03/20 總統大選(連續執政)..... | 45 |
| 二、 2008/03/22 總統大選(政黨輪替)..... | 59 |
| 三、 2012/01/14 總統大選(連續執政)..... | 73 |
| 四、 2016/01/16 總統大選(政黨輪替)..... | 86 |
| 第三節 各產業在選舉事件日之 AR 及 CAR 不同顯著水準天數統計分析.. | 102 |

| | |
|----------------------------------|-----|
| 第 伍 章 結 論 與 建 議..... | 108 |
| 第 一 節 結 論..... | 108 |
| 第 二 節 研 究 限 制、後 續 研 究 與 建 議..... | 109 |
| 參 考 文 獻..... | 110 |
| 壹、中 文 書 目..... | 110 |
| 貳、中 文 論 文..... | 110 |
| 參、中 文 期 刊..... | 111 |
| 肆、媒 體 報 導..... | 112 |
| 伍、英 文 書 目..... | 112 |
| 陸、英 文 文 獻..... | 112 |



圖目錄

| | |
|--|----|
| 圖 1-1、2000 年 03 月 18 日台灣總統大選前後 30 天股價指數走勢圖 | 6 |
| 圖 1-2、2004 年 03 月 20 日台灣總統大選前後 30 天股價指數走勢圖 | 7 |
| 圖 1-3、2008 年 03 月 22 日台灣總統大選前後 30 天股價指數走勢圖 | 8 |
| 圖 1-4、2012 年 01 月 14 日台灣總統大選前後 30 天股價指數走勢圖 | 9 |
| 圖 1-5、2016 年 01 月 16 日台灣總統大選前後 30 天股價指數走勢圖 | 10 |
| 圖 1-6、台灣證券交易所集中市場前九大權值類股成交量比重 | 14 |
| 圖 1-7、研究流程與架構 | 15 |
| 圖 3-1、事件研究模型觀察期示意圖 | 27 |
| 圖 4-1、2004/03/20 總統大選(連續執政) | 40 |
| 圖 4-2、2008/03/22 總統大選(政黨輪替) | 42 |
| 圖 4-3、2012/01/14 總統大選(連續執政) | 44 |
| 圖 4-4、2016/01/16 總統大選(政黨輪替) | 45 |
| 圖 4-5、2004/03/20 總統大選對電子類股的影響 | 47 |
| 圖 4-6、2004/03/20 總統大選對電機類股的影響 | 48 |
| 圖 4-7、2004/03/20 總統大選對鋼鐵類股的影響 | 50 |
| 圖 4-8、2004/03/20 總統大選對化工類股的影響 | 51 |
| 圖 4-9、2004/03/20 總統大選對塑膠類股的影響 | 53 |
| 圖 4-10、2004/03/20 總統大選對航運類股的影響 | 54 |
| 圖 4-11、2004/03/20 總統大選對紡織類股的影響 | 56 |
| 圖 4-12、2004/03/20 總統大選對食品類股的影響 | 57 |
| 圖 4-13、2004/03/20 總統大選對金融類股的影響 | 59 |
| 圖 4-14、2008/03/22 總統大選對電子類股的影響 | 60 |
| 圖 4-15、2008/03/22 總統大選對電機類股的影響 | 62 |
| 圖 4-16、2008/03/22 總統大選對鋼鐵類股的影響 | 63 |
| 圖 4-17、2008/03/22 總統大選對化工類股的影響 | 65 |
| 圖 4-18、2008/03/22 總統大選對塑膠類股的影響 | 66 |
| 圖 4-19、2008/03/22 總統大選對航運類股的影響 | 68 |
| 圖 4-20、2008/03/22 總統大選對紡織類股的影響 | 69 |
| 圖 4-21、2008/03/22 總統大選對食品類股的影響 | 71 |
| 圖 4-22、2008/03/22 總統大選對金融類股的影響 | 72 |
| 圖 4-23、2012/01/14 總統大選對電子類股的影響 | 74 |
| 圖 4-24、2012/01/14 總統大選對電機類股的影響 | 76 |
| 圖 4-25、2012/01/14 總統大選對鋼鐵類股的影響 | 77 |
| 圖 4-26、2012/01/14 總統大選對化工類股的影響 | 79 |
| 圖 4-27、2012/01/14 總統大選對塑膠類股的影響 | 80 |
| 圖 4-28、2012/01/14 總統大選對航運類股的影響 | 82 |

| | |
|-------------------------------------|-----|
| 圖 4-29、2012/01/14 總統大選對紡織類股的影響..... | 83 |
| 圖 4-30、2012/01/14 總統大選對食品類股的影響..... | 85 |
| 圖 4-31、2012/01/14 總統大選對金融類股的影響..... | 86 |
| 圖 4-32、2016/01/16 總統大選對電子類股的影響..... | 88 |
| 圖 4-33、2016/01/16 總統大選對電機類股的影響..... | 89 |
| 圖 4-34、2016/01/16 總統大選對鋼鐵類股的影響..... | 91 |
| 圖 4-35、2016/01/16 總統大選對化工類股的影響..... | 93 |
| 圖 4-36、2016/01/16 總統大選對塑膠類股的影響..... | 94 |
| 圖 4-37、2016/01/16 總統大選對航運類股的影響..... | 96 |
| 圖 4-38、2016/01/16 總統大選對紡織類股的影響..... | 98 |
| 圖 4-39、2016/01/16 總統大選對食品類股的影響..... | 99 |
| 圖 4-40、2016/01/16 總統大選對金融類股的影響..... | 101 |



表目錄

| | |
|---|----|
| 表 1-1、台灣歷屆總統選舉政黨輪替一覽表..... | 2 |
| 表 1-2、台灣縣市長選舉前後行情統計..... | 5 |
| 表 1-3、選舉前後 30 日大盤指數的差異性 t 檢定(T-test)..... | 10 |
| 表 1-4、截至 2018 年 10 月份 各國交易所佔全球總市值比率..... | 11 |
| 表 1-5、2000 年後台灣歷次選舉時間一覽表..... | 13 |
| 表 2-1、各效率市場假說一覽..... | 17 |
| 表 3-1、台股市值前九大類股占比一覽表..... | 28 |
| 表 3-2、電子類..... | 29 |
| 表 3-3、電機類..... | 31 |
| 表 3-4、鋼鐵類..... | 31 |
| 表 3-5、化工類..... | 31 |
| 表 3-6、塑膠類..... | 32 |
| 表 3-7、航運類..... | 32 |
| 表 3-8、紡織類..... | 32 |
| 表 3-9、食品類..... | 33 |
| 表 3-10、金融類..... | 33 |
| 表 4-1、2004/03/20 總統大選(連續執政)..... | 39 |
| 表 4-2、2008/03/22 總統大選(政黨輪替)..... | 41 |
| 表 4-3、2012/01/14 總統大選(連續執政)..... | 43 |
| 表 4-4、2016/01/16 總統大選(政黨輪替)..... | 44 |
| 表 4-5、2004/03/20 總統大選對電子類股的影響..... | 46 |
| 表 4-6、2004/03/20 總統大選對電機類股的影響..... | 47 |
| 表 4-7、2004/03/20 總統大選對鋼鐵類股的影響..... | 49 |
| 表 4-8、2004/03/20 總統大選對化工類股的影響..... | 50 |
| 表 4-9、2004/03/20 總統大選對塑膠類股的影響..... | 52 |
| 表 4-10、2004/03/20 總統大選對航運類股的影響..... | 53 |
| 表 4-11、2004/03/20 總統大選對紡織類股的影響..... | 55 |
| 表 4-12、2004/03/20 總統大選對食品類股的影響..... | 56 |
| 表 4-13、2004/03/20 總統大選對金融類股的影響..... | 58 |
| 表 4-14、2008/03/22 總統大選對電子類股的影響..... | 59 |
| 表 4-15、2008/03/22 總統大選對電機類股的影響..... | 61 |
| 表 4-16、2008/03/22 總統大選對鋼鐵類股的影響..... | 62 |
| 表 4-17、2008/03/22 總統大選對化工類股的影響..... | 64 |
| 表 4-18、2008/03/22 總統大選對塑膠類股的影響..... | 65 |
| 表 4-19、2008/03/22 總統大選對航運類股的影響..... | 67 |
| 表 4-20、2008/03/22 總統大選對紡織類股的影響..... | 68 |

| | |
|--|-----|
| 表 4-21、2008/03/22 總統大選對食品類股的影響..... | 70 |
| 表 4-22、2008/03/22 總統大選對金融類股的影響..... | 71 |
| 表 4-23、2012/01/14 總統大選對電子類股的影響..... | 73 |
| 表 4-24、2012/01/14 總統大選對電機類股的影響..... | 75 |
| 表 4-25、2012/01/14 總統大選對鋼鐵類股的影響..... | 76 |
| 表 4-26、2012/01/14 總統大選對化工類股的影響..... | 78 |
| 表 4-27、2012/01/14 總統大選對塑膠類股的影響..... | 79 |
| 表 4-28、2012/01/14 總統大選對航運類股的影響..... | 81 |
| 表 4-29、2012/01/14 總統大選對紡織類股的影響..... | 82 |
| 表 4-30、2012/01/14 總統大選對食品類股的影響..... | 84 |
| 表 4-31、2012/01/14 總統大選對金融類股的影響..... | 85 |
| 表 4-32、2016/01/16 總統大選對電子類股的影響..... | 87 |
| 表 4-33、2016/01/16 總統大選對電機類股的影響..... | 88 |
| 表 4-34、2016/01/16 總統大選對鋼鐵類股的影響..... | 90 |
| 表 4-35、2016/01/16 總統大選對化工類股的影響..... | 92 |
| 表 4-36、2016/01/16 總統大選對塑膠類股的影響..... | 93 |
| 表 4-37、2016/01/16 總統大選對航運類股的影響..... | 95 |
| 表 4-38、2016/01/16 總統大選對紡織類股的影響..... | 96 |
| 表 4-39、2016/01/16 總統大選對食品類股的影響..... | 98 |
| 表 4-40、2016/01/16 總統大選對金融類股的影響..... | 100 |
| 表 4-41、選舉事件日在異常報酬率(AR) 在不同顯著水準(P 值)之天數分析統計結果..... | 102 |
| 表 4-42、選舉事件日在累積異常報酬率(CAR) 在不同顯著水準(P 值)之天數分析統計結果..... | 104 |

第壹章 緒論

第一節 研究背景與動機

透明、公平、公開、公正之自由選舉是民主政治的基石；乃當前社會文明的表徵與普世價值。人民渴望社會自由，經濟發展，當然想要持續不斷的追求進步。孔子曰：「文武之舉，布在方策。其人存，則其政舉；其人亡，則其政息。」人民透過自由民主選舉的方式推舉廉能的政府，而政府則思考如何推動民生經濟、社會進步的價值，這是當代政治的藝術。《尚書》云：「民為邦本，本固邦寧。」國家的根本在於人民，民主社會的精神也基於以民為主。所謂「民之所欲，常在我心」，更是民主政治的基本價值。了解民之所苦，探求民之所向，思索如何推動一個祥和安康、富裕繁榮、民主進步、民生樂利的社會往新經濟的道路上奔馳，真正考驗著執政當局的政治智慧。思考如何結合政治智慧與道德勇氣福國利民，在公共政策制定過程中兼顧民意(public opinion)、民益 (public interest) 與民義 (public justice)，創造出一個全民共有、共享、共榮的規模市場經濟，不但是是本文對執政者的深摯期許，也是本文的研究動機之一。

中華民國，台灣於民國 36 年 12 月 25 日頒布憲法。依據中華民國憲法第 17 條規定，人民有選舉、罷免、創制、複決等四大權力。而台灣現今的選舉制度與架構則來自於中華民國憲法，為我國各級選舉的母法根源。目前台灣的選舉類別總共有 11 種，任期均為四年，並可以區分為中央公職人員選舉（以下簡稱中央選舉）及地方公職人員選舉（以下簡稱地方選舉）等兩大類。中央選舉包括總統、副總統選舉及立法委員選舉等兩種。地方選舉包括直轄市長、直轄市議員、縣(市)長、縣(市)議員、鄉(鎮、市)長、鄉(鎮、市)民代表、直轄市原住民區長、直轄市原住民區代表、及村(里)長等 9 種。

在台灣，中央最高層級的選舉為總統選舉。自 1996 年開放總統直選，落實直接民主後，台灣兩大政黨：中國國民黨(以下稱國民黨)與民主進步黨(以下稱民進黨)彼此相互競爭，推動政治轉型。時至今日，歷經了幾次政黨輪替、輪流執政後，已完成了六次總統選舉，四次政黨輪替。兩黨為贏得執政權彼此競爭激烈，據觀察，目前尚未有代表任何執政黨的某位候選人，在連選連任一次八年之後，其代表的執政黨能接著繼續擁有執政權(如表 壹-1)。

表 壹 - 1、台灣歷屆總統選舉政黨輪替一覽表

| 事件編號 | 總統選舉 政黨輪替 | 事件日 (選舉投票日) | 總統當選人 (所屬政黨) |
|------|--------------|----------------|-----------------|
| 1 | 第一次政黨輪替 | 2000年3月15日 | 陳水扁(民進黨) |
| 2 | 第二次政黨輪替 | 2008年3月22日 | 馬英九(國民黨) |
| 3 | 第三次政黨輪替 | 2016年1月16日 | 蔡英文(民進黨) |

資料來源：中央選舉委員會

台灣是屬於總統制的政體，總統對外代表國家行使其職權，對內則背負最高政治責任。總統職權依性質，可以區分為行政、立法、司法、軍事、及外交。總統可行使權力之大，由此可見一斑。因此也不難想像，總統背後所屬政黨，可以掌握到龐大的優勢政經資源，匯聚國家動員的力量。

以政治光譜來看，國民黨的政治立場為中間偏右，民進黨的政治立場則屬於中間偏左，台灣的兩大政黨因為對台灣主體認同、兩岸關係與統獨問題的見解不同，往往成為選舉中兩黨攻防論戰的重要議題。另一方面，也因為兩大政黨面對強鄰中國的政治主張、立場與態度南轅北輒，自此台灣不論從平時或選前，藍綠兩黨間不斷上演著朝野攻訐對立，政治陷入政黨惡鬥，糾結在意識形態之爭、空虛內耗的政治戲碼。加上台灣媒體蓬勃發展，不論在平時或各級選舉期間，聳動的政治新聞報導或特定政論性談話節目多淪為替特定政黨宣傳，為特定政黨政策辯護及捍衛意識型態的傳聲筒，立場偏執的型態已失去了身為公眾媒體應盡公平、公正報導的社會責任。因此每逢大選期間，社會總是瀰漫著一股政治上不確定性的氛圍，台灣的股市行情也不可避免地受此政治風向的改變而影響。

Robbins, Lionel (1932)直言經濟學是一門研究人類在有限的資源情況下作出選擇的科學。因此，經濟學是「研究選擇行為的科學」。若依照Friedman, Milton (1953), Boland, Lawrence A. (2008)在經濟學中談到「理性選擇」的觀點來看：選民所關心的，不外乎是自己的收入與福利。為滿足選民（投資人）對經濟發展的普遍期待，藉由週期性的選舉推選出不同的執政者，這印證了經濟學的真理：「有別的選擇，就有實力。」事實上，執政者也為了吸引更多選民的支持，基於其自利的動機，同時為滿足選民期待的利益，將會有極大的誘因，直接在選舉前藉由拉抬股市，創造普惠的經濟榮景，好惠及選民，以贏得選舉的勝利! Dennis C. Mueller (1991) 觀察到這種情形與「公共選擇」(Public Choice) 理論中的「政治性景氣循環」(Political Business Cycle)所研究的執政當局行為非常近似。

公共選擇理論 (Public choice theory) 提出的主要基礎之一是理性選擇理論 (Rational choice)，是一種以政治經濟學分析民主立憲制體制下的各種問

題，研究選民、政治人物、以及政府官員們的行為。理論假設人們的行為都是出於私利，自從有限的可用手段裏來挑選達成目標的途徑，以此研究他們在民主體制或其他類似的社會體制下進行的互動關係。

這裡首先第一種情況是：執政者為贏得勝選，無視應維持市場景氣穩定溫和擴張的基調，在選舉前逐步藉由刻意干涉或操縱國家財務支出與金融政策，端出各種擴張性經濟政見牛肉，來吹出經濟景氣繁榮的泡沫(例如擴大公共支出、貨幣供給、操縱幣值、政策性補貼、租稅減免、與調降利率吸引企業投資等手段)，使執政者的經濟績效普遍獲得選民的認同，以達到選舉勝選目的，並使之繼續保有執政權的權利。不過這種人為操縱的經濟繁榮，時常伴隨著景氣過熱與過度的通貨膨脹，勢必終將在選舉後，得再藉由緊縮性的經濟政策(例如升息或貨幣緊縮)，來抑制過熱的經濟景氣以避免泡沫化，使得整體經濟景氣總是伴隨著選舉的周期而呈現規律性的起伏現象，所以這種因為選舉活動而引發的週期性經濟產出循環變化，即為「公共選擇」(Public Choice)理論中談到的「投機性政治性景氣循環」(Opportunistic Political Business Cycle)，此類學說最早是由 Nordhaus (1975) 與 MacRae (1977) 所提出。

此外，Hibbs (1977) 則另外提出「黨派性政治景氣循環」(Partisan Political Business Cycles) 的概念，認為不同的政黨的屬性偏好會對國家的經濟產出有長久性的影響。且每個政黨其支持者具有不同的屬性，勝選的政黨因而會在整體經濟表現上展現出其不同政策目標的影響。黨派性政治景氣循環常見於歐美國家，強調各別政黨因其背後堅持的主觀信念與意識形態的不同，政黨會依其屬性提出符合其基本價值的政策，使其政績能廣泛獲得其同屬性或者是同意識形態支持者的認同與支持。而選民大眾亦能輕易察覺執政者與候選人黨派的差異，並將選票投給屬意的政黨，因而造成黨派循環效應。

以美國為例，民主黨(Democratic Party)是美國的左派政黨，與右派共和黨並列為美國兩大主要政黨。民主黨支持者多為種族多元，支持全球化的美國東、西岸大城市和城郊居民，包括多數科技產業知識精英、少數族裔和女性。民主黨強調其自由經濟開放和進步主義路線，強調對女性、非裔、拉美裔、亞裔及LGBT(Lesbian、Gay、Bisexual、Transgender)族群的支持。共和黨(Republican Party)目前為美國執政黨，且擁有美國國會參議院多數黨地位，33個州的執政權，並控制絕大部分的州議會。其支持票源現在主要來自於白人藍領工人階級、農民、宗教保守派、傳統工商業、能源業及專業人士。共和黨被視為是社會保守主義(也就是文化保守主義，包括維護「家庭價值」)、經濟古典自由主義(包括支持「保守財政政策」)的右派政黨。反對墮胎，反對同性婚姻合法化及其他LGBT權益、強調以(猶太教-基督教)信仰和道德為基礎的行動，並認為美國立國精神是建基於基督教的社會價值觀。由此可見，「黨派性政治景氣循環」因

素帶給社會經濟的影響力是不容小覷的，對選民而言，施行不同政策下經濟的優劣，可以從股票市場裡看出。

選舉結果是民心所向、民意所歸的徹底展現，攸關執政當局其施政理念與政策方針能否延續的重要關鍵。希望獲得選民支持的執政當局，當然會在選舉前在為了能執政延續、本身政黨利益考量與符合廣大選民的殷切期盼下，產生極大的動機，藉由直接提振股市，創造經濟繁榮前景的意象，以博得選民好感，使選民普遍滿意，試圖左右選情發展，影響選舉結果，好贏得選民的普遍支持而勝選。觀察歷來台灣執政當局對於股價的波動確實具有相當程度的影響力。一般來說，執政者所能運用的國家財務資源至少有六類：

- 一、直接可以投入的資金例如國安基金(公務人員退撫基金、郵儲基金、勞保基金、勞退基金)或其他各種政府基金。
- 二、為數眾多龐大的國營事業單位。例如公營行庫，油、電、水等國營事業單位。
- 三、可資動用的政商網路來動員的民間資源。例如對所謂三大法人：外資、投顧、投信等的道德勸說。
- 四、法令規章的變更。例如調降證交稅或各類稅率的調降等。
- 五、幣值或匯率的操作。
- 六、政策作多；貫徹當前執政者的施政概念。例如近期為提倡環保節能減碳等議題，政府大力推廣綠能風電等替代性能源等政策概念股。

一般來說，選舉期間台股的走勢動向備受高度關注，有不少上市、櫃集團股更被投資人點名入「選舉概念股」，成為另類的話題與焦點。選舉概念股可分為三大類：

- 一、是有特定政黨偏好老闆相挺的集團股居多，如台塑、奇美。
- 二、是公股持股較多的公司，如八大金融行庫、華航、中鋼。
- 三、是政策概念股，如近期的綠能風電概念股如世紀鋼、東元。

所以無論政府是否有心做多，該類別的股價自然可能在選舉時多呈現上漲的局面。

其實，有學者如 James, Daron (2012) 主張決定國家是富裕或貧窮的關鍵，不在於許多研究學者認為的地理環境、傳統文化、或領導人的品格資質，而在於其政治經濟制度。民主選舉制度存在的價值，在於經由民主政治的運作與定期的選舉，來檢驗當權的主政者是否真正洞察民心、順應民意，落實以民為主、為民服務的本旨。因此在選舉過後，往往台股上漲機率高(如表 壹-2，以台灣縣市

長選舉前後行情統計為例)，主因是過去幾次不論執政黨或在野黨在地方選舉獲勝，使得選舉這個最大的非經濟不確定因素消弭後，股市行情立即反應當選者政見相關題材。

表 壹 - 2、台灣縣市長選舉前後行情統計

| 選舉項目 | 前一交易日 | 大盤指數 | 後 5 日 | 後 10 日 | 後 15 日 | 後 20 日 | 後 40 日 | 後 60 日 |
|---------------------------|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 第 3 屆-直轄市長 | 2002/12/06 | 4739.0 | -3.18% | -3.02% | -4.04% | -1.04% | -2.53% | -8.67% |
| 第 4 屆-直轄市長 | 2006/12/08 | 7636.3 | -1.28% | 0.21% | 2.45% | 1.31% | 1.92% | -0.86% |
| 第 5 屆-直轄市長 | 2010/11/26 | 8312.2 | 3.75% | 4.89% | 6.08% | 6.60% | 7.73% | 5.00% |
| 第 6 屆-直轄市長- 第 17 屆-縣市長 | 2014/11/28 | 9187.2 | 0.21% | -1.74% | -2.04% | 0.29% | 3.16% | 4.73% |
| 第 14 屆-縣市長 | 2002/01/25 | 5950.6 | -1.56% | -1.50% | -7.58% | 2.47% | 5.78% | -0.68% |
| 第 15 屆-縣市長 | 2005/12/02 | 6229.0 | 0.57% | 1.95% | 4.55% | 5.13% | 7.88% | 4.26% |
| 第 16 屆-縣市長 | 2009/12/04 | 7650.9 | 1.88% | 1.34% | 4.20% | 7.28% | -1.65% | 1.56% |
| 上漲次數 | | | 4 | 4 | 4 | 6 | 5 | 4 |
| 下跌次數 | | | 3 | 3 | 3 | 1 | 2 | 3 |

註：第 6 屆直轄市長與第 17 屆縣市長當年合併為九合一合併算一次

資料來源：本研究整理

根據統計，選後 40 日平均漲幅達 3.18%，然而因兩岸關係政治題材發酵，使得主張支持兩岸交流國民黨勝選時，股市漲幅又相對較大，所以台股選舉過後往往有一波慶祝的「謝票行情」出現，而勝選概念股可望成為股市關注的新標的，從短線上來看，確實有機會隨著勝選而上演一波慶祝行情。此現象可從觀察歷屆台灣總統大選前後 30 天大盤指數走勢圖(如圖 1-1、1-2、1-3、1-4、1-5)得知，呼應了政府的責任與價值就是建立安居樂業的環境以吸引更多投資者前來投資。隨著選舉熱潮落幕後，股市逐漸回歸基本面，因政策方向已定，大盤趨勢將改由特定受惠族群表現，因此當選人相關政見所連動的相關受惠股，將理所當然成為盤面焦點。

台灣政治史上第一次政黨輪替發生在2000年3月18日舉行的第十任總統選舉，這也是台灣的第二次總統全民直選。候選者為民進黨陳水扁、國民黨連戰和脫離國民黨參選的宋楚瑜角逐。當時台灣社會瀰漫著尋求政治革新的氛圍，執政已逾半世紀的國民黨無法滿足國人對政治改革的期待，自1990年代以來的重大選舉中受到民進黨的嚴厲挑戰。選舉結果陳水扁以39.3%對宋楚瑜36.8%與連戰23.1%的得票率當選。觀察選前30日大盤指數走勢圖(如圖1-1)，可以明顯發覺國民黨內部政爭導致分裂引發政局的動盪不安，使得股市投資人信心潰散，選前大盤指數自10000點一路下跌至8500點，雖然選後短暫回升至萬點關卡，但最後仍回測至9000點以下。

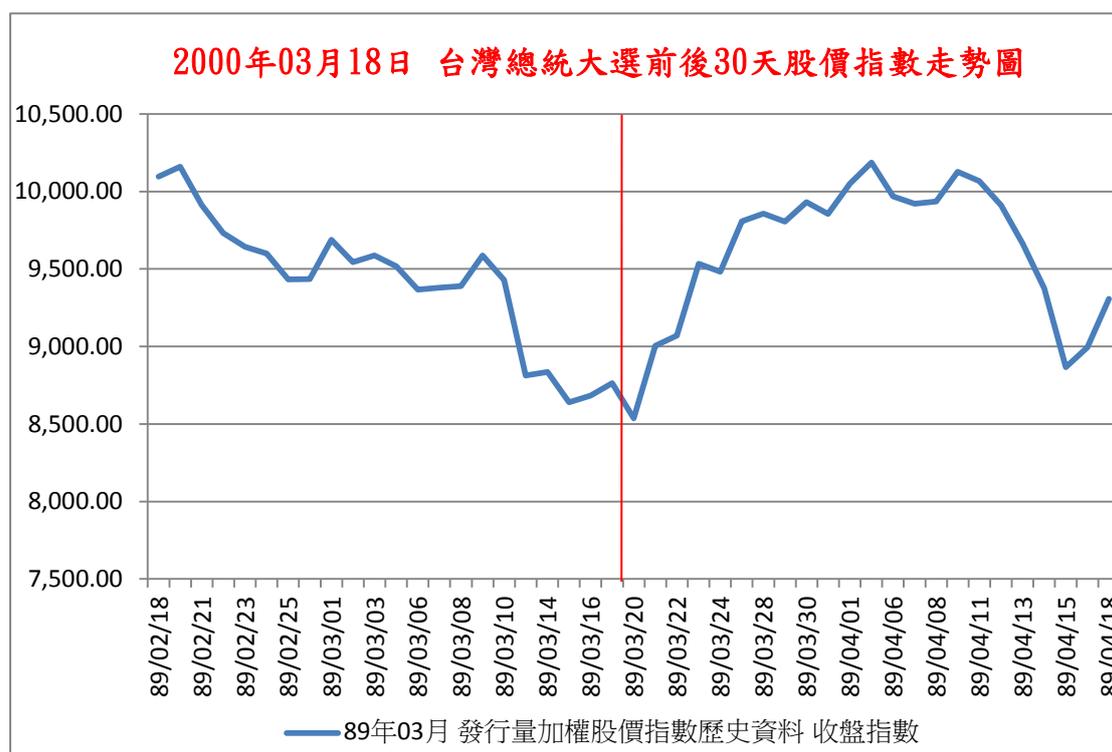


圖 壹 - 1、2000 年 03 月 18 日台灣總統大選前後 30 天股價指數走勢圖

資料來源：台灣證券交易所

2004 年 3 月 20 日舉行台灣第十一任總統選舉，競選者為尋求連任的總統民進黨主席陳水扁與國民黨主席連戰。此次全國性競選中，陳水扁以取得 50.11% 的得票率，以 0.22% 不到 3 萬票的微小差距驚險獲得連任。此次選舉中最值得注意的焦點是大選前夕發生了震驚全國的 319 槍擊案，不但負向衝擊選情，連帶股市亦嚴重受挫(如圖 1-2)。我們可以觀察到此次大選前，大盤指數都約在 6600 點以上，選前 30 日大盤指數平均值在 6800 點以上。但在選舉發生後第一個交易日(3 月 22 日)開盤瞬間大盤指數狂跌，之後連續兩個交易日下跌 800 點至 6000 點左右，隨後 30 日大盤指數才開始緩步回升至大選前的水準。

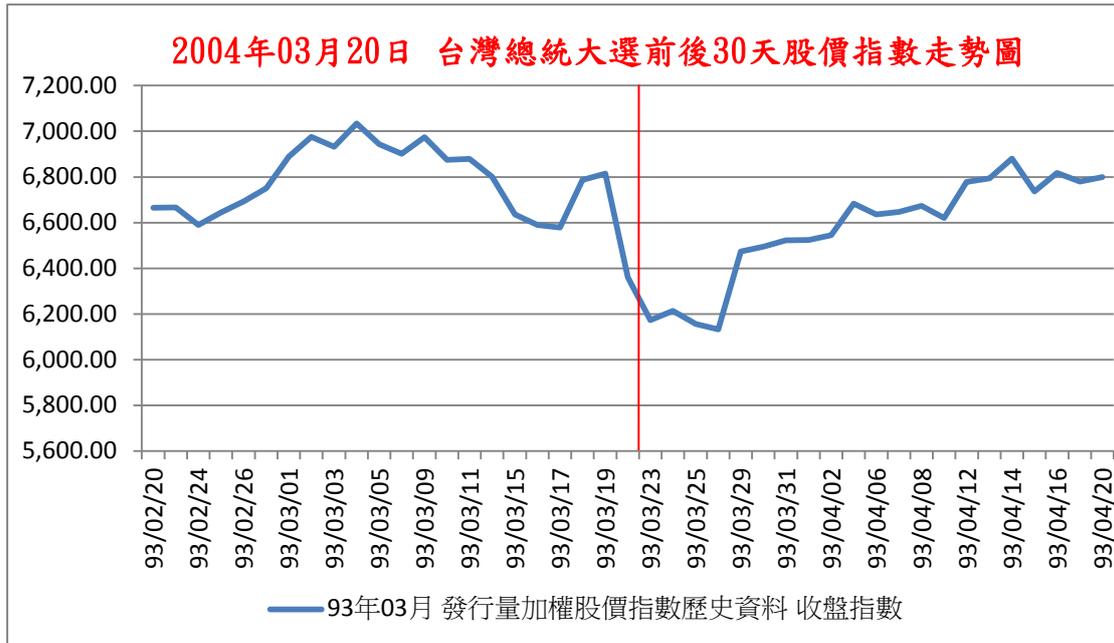


圖 壹 - 2、2004 年 03 月 20 日台灣總統大選前後 30 天股價指數走勢圖

資料來源：台灣證券交易所

台灣政治史上第二次政黨輪替發生在 2008 年 3 月 22 日舉行的第十二任總統選舉，候選者為國民黨主席馬英九和民進黨主席謝長廷。選舉結果馬英九以 58.45%對謝長廷 41.55%的高得票率當選。觀察選前 30 日大盤指數走勢圖(如圖 1-3)，股市多在 8000 至 8600 點間來回作區間震盪，但隨著選舉前一週，多家選舉民調結果多預測馬英九勝出，使得選舉情勢逐漸明朗化，投資人看好國民黨候選人的勝選，有利於未來兩岸關係的合作發展所帶來的契機與經濟效益，大盤指數開始在選舉前一週(3 月 17 日)持續上揚，選舉後第一個交易日更是暴升突破 8800 點，選舉後 30 日大盤指數更是站穩 9000 點以上，選後慶祝行情明顯。



圖 壹 - 3、2008 年 03 月 22 日台灣總統大選前後 30 天股價指數走勢圖

資料來源：台灣證券交易所

第十三任總統大選於 2012 年 1 月 14 日舉行，此次大選由時任總統的國民黨主席馬英九、民進黨主席蔡英文、親民黨主席宋楚瑜等三組人選角逐總統大位。選舉結果以馬英九的高得票率 51.6% 贏得連任，蔡英文與宋楚瑜的得票率分別為 45.63% 與 2.77%。觀察選前 30 日大盤指數走勢圖(如圖 1-4)，前任總統陳水扁因貪汙洗錢弊案官司纏身入獄服刑，重創民進黨堅守的清廉改革形象，不利民進黨候選人選情發展，市場投資人多看好國民黨候選人能連選連任，因此選前股市多在 7000 點上下游走整理，波動的幅度微小。然而選舉過後的第二個交易日，大盤指數開始出現一路走揚的態勢，與選前相比，出現明顯的選舉慶祝行情。

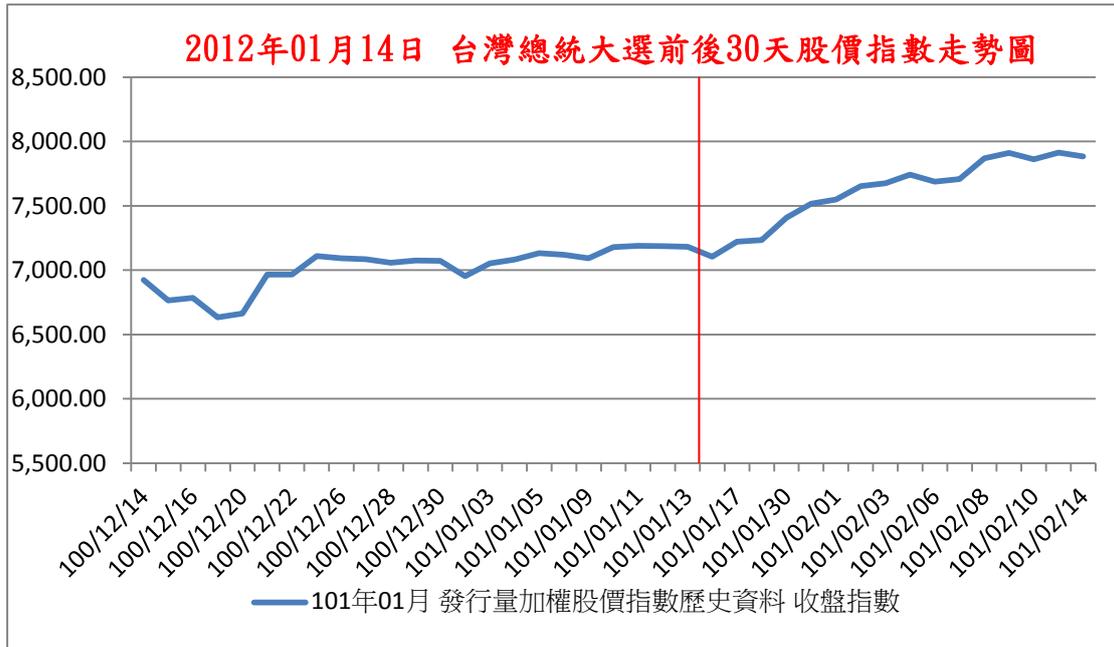


圖 壹 - 4、2012 年 01 月 14 日台灣總統大選前後 30 天股價指數走勢圖

資料來源：台灣證券交易所

台灣政治史上第三次政黨輪替發生在 2016 年 1 月 16 日舉行的第十四任總統選舉，候選者為民進黨主席蔡英文、國民黨主席朱立倫和親民黨主席宋楚瑜等三組人選。選舉結果蔡英文以 56.12% 對朱立倫 31.04% 的大幅領先贏得勝選。觀察選前 30 日大盤指數走勢圖(如圖 1-5)，時任總統馬英九強制推動海峽兩岸服務貿易協議，先是引爆了大學生與公民團體發動太陽花運動，社會的動盪引爆政局的不安，許多民眾對馬英九政府作為爆發不滿以致喪失信任，造成執政的國民黨在 2014 年直轄市長及縣市長選舉中，面臨史無前例的嚴重挫敗，再次改變了臺灣政壇的情勢。不但對總統選情帶來突變的影響，也衝擊股市投資人的信心，因此大盤指數從選前 8200 點以上一路下探至選後近 7600 點，與前二期總統大選期間股市表現相比明顯不同。

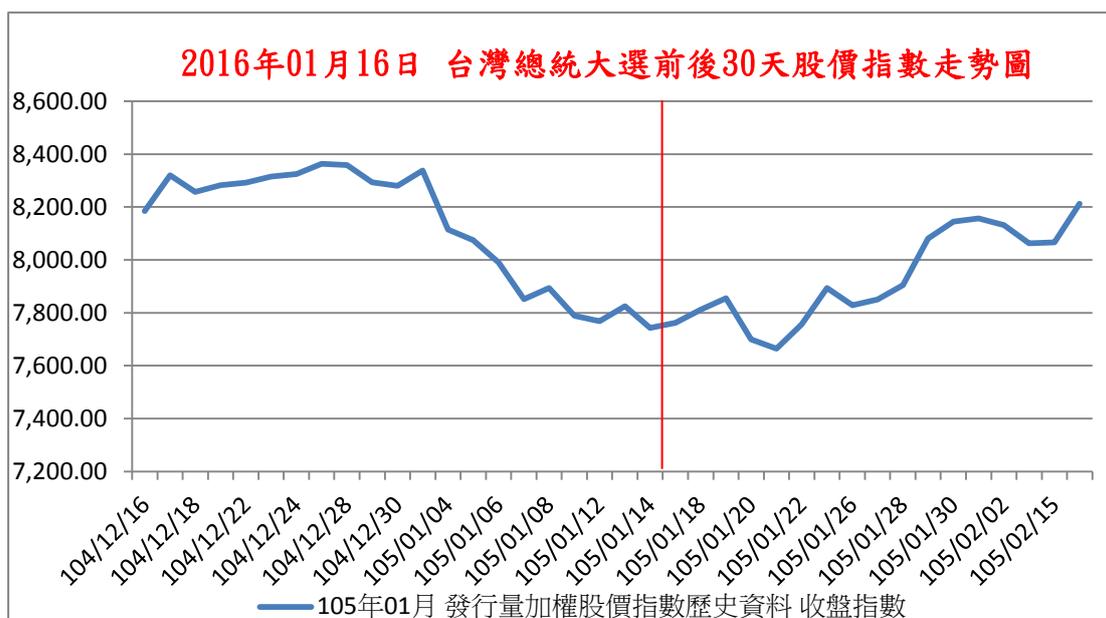


圖 壹 - 5、2016 年 01 月 16 日台灣總統大選前後 30 天股價指數走勢圖

資料來源：台灣證券交易所

由以上分析，我們再依據總統大選舉行的時間進行獨立雙樣本 t 檢定（變異數相同）。我們假設兩群樣本（選前 30 日與選後 30 日大盤指數）都來自於變異數相同的常態分配，而兩群的資料之間彼此是獨立的，這種狀況下就可以使用變異數相同的獨立雙樣本 t 檢定。通常我們會以 0.05 作為 P-value 的門檻值，如果 P-value 小於 0.05 則代表兩個母體的平均數有顯著不同，否則就代表沒有證據顯示他們不相同。如表 壹 - 3，結果我們發現除了 2000 年總統大選的 P 值大於 0.05 的門檻值外，其餘歷屆總統大選的 P 值均小於 0.05 的門檻值，代表選舉前後 30 日大盤指數有顯著的差異。選舉前後股市表現的差異顯著即代表台灣四年一次的總統選舉對股市帶來的衝擊是十分明顯的。因此證明本篇研究總統選舉對股市造成的影響有其實質意義存在。

表 壹 - 3、選舉前後 30 日大盤指數的差異性 t 檢定(T-test)

| 總統大選選舉日 | 選前 30 日大盤指數平均值 | 選後 30 日大盤指數平均值 | 選前 30 日與選後 30 日大盤指數差異 | P-value |
|----------------------------|----------------|----------------|-----------------------|----------|
| 2000 年 03 月 18 日 (政黨輪替) | 9419.94 | 9619.84 | 199.9 | 0.069745 |
| 2004 年 03 月 20 日 | 6791.32 | 6565.47 | -225.85 | 0.000226 |
| 2008 年 03 月 22 日 (政黨輪替) | 8328.92 | 8801.44 | 472.52 | 0.000000 |
| 2012 年 01 月 14 日 | 7015.70 | 7621.01 | 605.31 | 0.000000 |
| 2016 年 01 月 16 日 | 8110.11 | 7944.92 | -165.19 | 0.011537 |

| | | | | |
|--------|--|--|--|--|
| (政黨輪替) | | | | |
|--------|--|--|--|--|

同時我們進一步觀察到股價指數與總統大選間關聯性的一些現象：

1. 將過去五屆總統選舉期間股市波動幅度進行比較，以 2012 年大盤股價指數波動幅度最小，股價指數呈一路走揚的趨勢。2000 年大盤股價指數波動幅度最大，股市上下震盪幅度高達 1846 點，這應與台灣首次發生政黨輪替有關。
2. 大選期間若候選人間的支持率相差越大時，大盤指數的波動幅度越小。亦即整體選舉態勢越明朗，股市受總統選舉的衝擊就越小。例如 2016 年總統大選民進黨主席蔡英文即以 56.12% 對國民黨主席朱立倫 31.04% 的大幅差距贏得勝選，當期股市上下震盪幅度僅 814 點，低於其他總統大選期。
3. 除了 2012 年總統大選期間不明顯外，其餘在總統大選投開票日前後幾個交易日的大盤指數都有呈 U 型打底的情形，顯示總統選舉對股市形成負向衝擊，導致股市短暫震盪波動的情形存在。
4. 選舉結束後會隨著選舉結束時間的拉長，大盤指數波動幅度會逐漸變小。選舉時的激情往往影響投資人的決定，心理層面的因素是短暫的，股市表現終究會回到基本面。
5. 若以當選政黨的角度來觀察，民進黨勝選時股市表現多為震盪格局，如 2000 年、2004 年以及 2016 年。若國民黨勝選時股市多以走揚表現，如 2008 年與 2012 年。相信這與勝選政黨不同的兩岸政策有關。

大體上來說，國際經濟的起伏與一國股市的波動，亦有相當密切的關係存在。但經濟因素與政治事件對股市的影響卻是不同的。經濟因素對股價的影響較為長期；經濟因素可能影響上市公司資金的流動、資產配置、投資意向與盈利表現。而政治事件如總統大選對股市的影響對股價的影響卻只是短暫的；不會影響公司當期的營收表現，卻對股市投資人有短期心理因素的反應(林麗芳, 2015)。依據台灣證券交易所市場交易月報資料的統計為例，截至 2018 年 10 月份，臺灣股票市場總市值約 954,604.37611(百萬美元)，在全球各股票交易所排名 16(如表 壹-4)。

表 壹-4、截至 2018 年 10 月份 各國交易所佔全球總市值比率

| 排名 | 區域 | 當期數值(單位) | 百分比(%) |
|----|---------------|------------------------|--------|
| 1 | 美國/紐約證交所總市值 | 22,586,101.15000(百萬美元) | 29.86% |
| 2 | 美國/那斯達克證交所總市值 | 10,819,173.33000(百萬美元) | 14.3% |
| 3 | 日本/東京證交所總市值 | 5,612,880.45297(百萬美元) | 7.42% |

續上頁

| | | | |
|-----------|----------------------|----------------------------|--------------|
| 4 | 中國/上海證交所總市值 | 3,997,733.30655(百萬美元) | 5.29% |
| 5 | 歐盟/泛歐證交所總市值 | 3,997,028.89518(百萬美元) | 5.28% |
| 6 | 香港/香港證交所總市值 | 3,669,769.94824(百萬美元) | 4.85% |
| 7 | 中國/深圳證交所總市值 | 2,409,237.55363(百萬美元) | 3.19% |
| 8 | 加拿大/多倫多證交所總市值 | 2,112,215.28624(百萬美元) | 2.79% |
| 9 | 德國/德國證交所總市值 | 1,896,228.62323(百萬美元) | 2.51% |
| 10 | 印度/孟買證交所總市值 | 1,876,401.32777(百萬美元) | 2.48% |
| 11 | 印度/印度國家證交所總市值 | 1,856,465.06604(百萬美元) | 2.45% |
| 12 | 瑞士/瑞士證交所總市值 | 1,525,226.31684(百萬美元) | 2.02% |
| 13 | 歐盟/OMX 北歐證交所總市值 | 1,392,495.51275(百萬美元) | 1.84% |
| 14 | 南韓/首爾證交所總市值 | 1,386,272.36903(百萬美元) | 1.83% |
| 15 | 澳洲/雪梨證交所總市值 | 1,317,787.49469(百萬美元) | 1.74% |
| 16 | 台灣/台灣證券交易所總市值 | 954,604.37611(百萬美元) | 1.26% |
| 17 | 巴西/巴西證交所總市值 | 953,035.61810(百萬美元) | 1.26% |
| 18 | 南非/約翰尼斯堡證交所總市值 | 891,739.74214(百萬美元) | 1.18% |
| 19 | 西班牙/馬德里證交所總市值 | 744,469.16714(百萬美元) | 0.98% |
| 20 | 新加坡/新加坡證交所總市值 | 665,726.73017(百萬美元) | 0.88% |

資料來源：本研究整理

台灣為一個小型開放，高度仰賴國際貿易的經濟體，屬於相當淺碟的市場結構，而且散戶比率甚至名列世界前三位，再加上投資人交易行為常常受地緣政治風險、國內政治動盪與國外政經事件因素影響，容易隨著消息面改變投資方向，所以散戶大多會短線進出臺灣股市，進而造成股價的大幅波動(陳信憲，陳雲香，2011)，影響整體經濟的發展。因此，鄒至莊(2018)認為一個國家的政府可以用兩種政策來減少經濟的變動：第一種政策是增加政府的消費，擴大公共的支出。第二種政策則是採取金融政策；亦即政府可以藉由增加或減少貨幣供給數量來減少經濟的動盪。當國家遭遇到不景氣的問題，政府可以增加貨幣的供給，來增加經濟的總體需求。所以縱然執政者當局沒有任何刻意直接拉抬股市的作為，若選民對執政者當局施政滿意度高，信任執政當局施政作為，對未來經濟前景充滿信心，那麼政府無需再刻意作多，選舉前的股價自然馬上反映此一景氣利多，而開始呈現上漲的局面，反映國家整體經濟朝正向發展的趨勢。

總結以上論述，本文的研究動機起源於想分析了解過去歷屆台灣總統選舉與股價波動間是呈現甚麼樣的關係？因為地方級縣、市長及直轄縣、市長選舉常是中央級正、副總統及立法委員選舉的前哨戰。因此如表 壹-5，羅列 2000 年後台灣中央及地方選舉時程一覽表謹供參考。並嘗試以發展成熟且有效的「事件研究法」來實證台灣總統選舉期間，台股前九大權值類股上市公司股價走勢是否真

正受到選舉影響？從中發掘並驗證是否真有類似「政治性景氣循環」預期般，選舉期間股價上漲的「選舉行情」，選舉後出現「慶祝行情」的現象產生？

表 壹 - 5、2000 年後台灣歷次選舉時間一覽表

| 投票日期 | 正、副總統 | 立法委員 | 台北、高雄市長 | 新北、台中、台南市長 | 縣市長 |
|-----------------|--------|-------|---------|------------|--------|
| 89 年 3 月 18 日 | 第 10 任 | | | | |
| 90 年 12 月 1 日 | | 第 5 屆 | | | 第 14 屆 |
| 91 年 12 月 7 日 | | | 第 3 屆 | | |
| 93 年 3 月 20 日 | 第 11 任 | | | | |
| 93 年 12 月 11 日 | | 第 6 屆 | | | |
| 94 年 12 月 3 日 | | | | | 第 15 屆 |
| 95 年 12 月 9 日 | | | 第 4 屆 | | |
| 97 年 1 月 12 日 | | 第 7 屆 | | | |
| 97 年 3 月 22 日 | 第 12 任 | | | | |
| 98 年 12 月 5 日 | | | | | 第 16 屆 |
| 99 年 11 月 27 日 | | | 第 5 屆 | 第 1 屆 | |
| 101 年 1 月 14 日 | 第 13 任 | 第 8 屆 | | | |
| 103 年 11 月 29 日 | | | 第 6 屆 | 第 2 屆 | 第 17 屆 |
| 105 年 1 月 16 日 | 第 14 任 | 第 9 屆 | | | |
| 107 年 11 月 24 日 | | | 第 7 屆 | 第 3 屆 | 第 18 屆 |

資料來源：本研究整理

第二節 研究目的

本研究以台灣為例，主要希望深入探究總統選舉期間與股市之間是否有連動關係存在，特別是台灣長期一直處於以資訊科技產業為導向的經濟型態，其中電子類產業更是台灣產業的主要支柱。截至 2019 年 6 月，根據台灣證券交易所的最新統計資料顯示，台股集中市場各類股成交量權值比重中，以電子類股獨占鰲頭，高達 70.84% (如圖 1-6)。又根據行政院經濟部國際貿易局 2018 年的統計，我國主要出口貿易產品中，最大出口項目為電子零組件，出口金額達 1,072 億 1 千萬美元，較 105 年增加 15.5%，占整體出口比重 33.8%，其出口市場又以中國大陸為主要標的，因此股市發展受政治方面的影響較大，其股價對總統選舉此類政治事件最為敏感。台灣股市電子類股是否受到總統選舉影響，走勢大多是偏多

還是偏空，與台股連動又呈何種變化，以及是否存在其他影響因素。故本文的研究目的如下：

1. 檢驗總統大選時，總統選舉投票日後對全體台灣上市公司股價報酬的影響，是否存在異常報酬 AR 與累積異常報酬 CAR?
2. 探討總統大選若發生政黨輪替或連續執政，對前九大權值類股產業股價報酬之影響。
3. 自 2004 年以來歷屆總統選舉事件導致各類股的異常報酬現象，是否符合半強式效率市場假說。

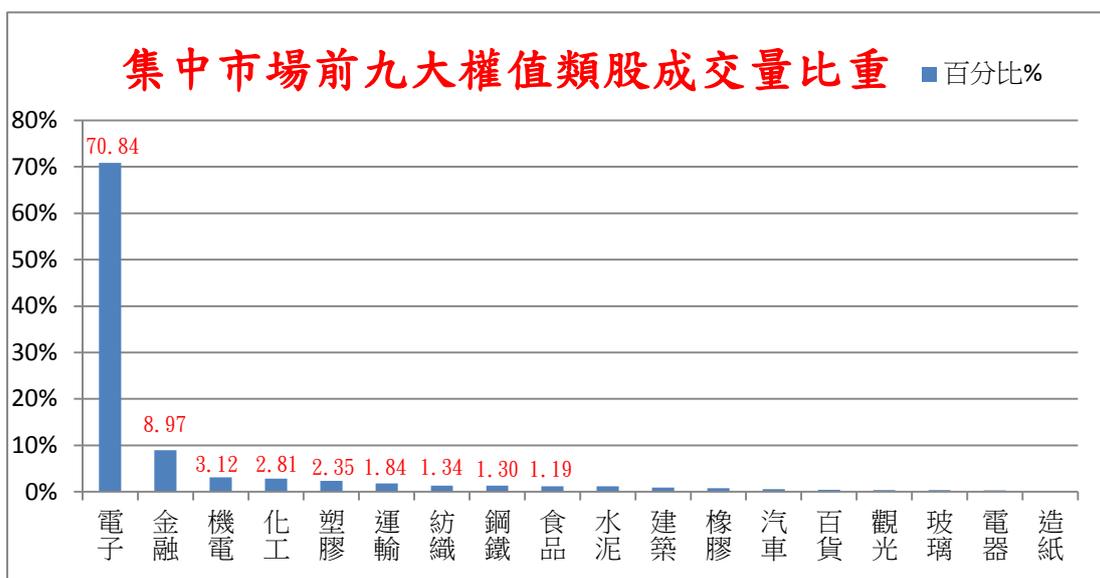


圖 壹-6、台灣證券交易所集中市場前九大權值類股成交量比重

資料來源：台灣證券交易所

第三節 研究架構

本文研究共分為五章，第一章為緒論，說明本研究之背景、動機及目的；第二章為文獻探討，說明效率市場假說、效率市場假說的相關文獻、政治性景氣循環(Political Business Cycle)的相關文獻、台灣選舉引發異常報酬的相關文獻之研究及國際政經事件引發異常報酬的相關文獻之研究；第三章研究方法，介紹研究期間、研究對象與資料選取來源，並介紹事件研究法及建立市場模式；第四章實證結果分析，針對不同事件日宣告對台灣股價及選取的類股之影響，解釋其結果並作實證結果分析；第五章結論，綜合實證結果整理為研究之結論。茲將本篇文章研究報告的組織架構呈現如下（參見圖 1-7）：

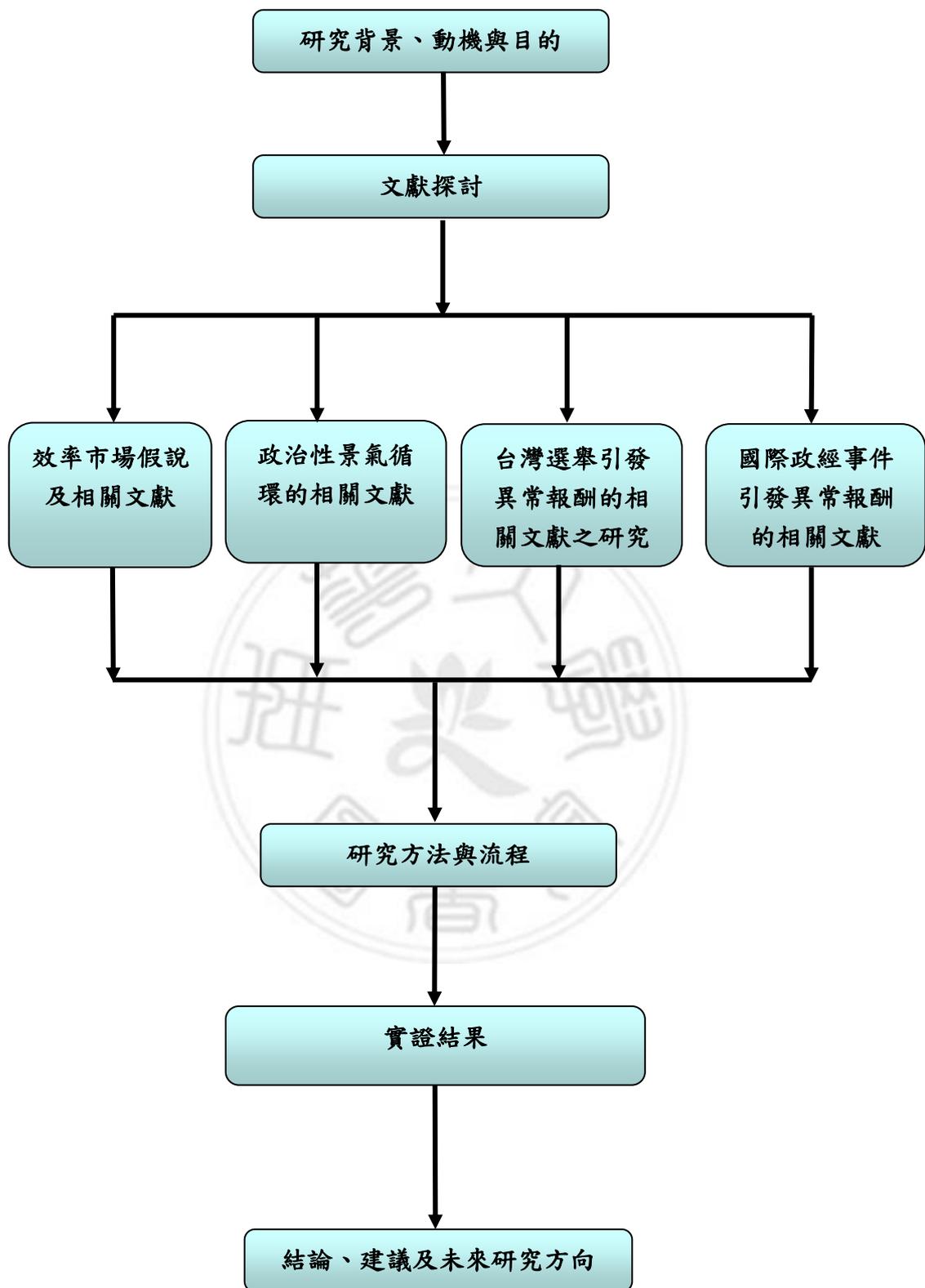


圖 壹 - 7、研究流程與架構

第貳章 文獻探討

第一節 效率市場假說及相關文獻

一、效率市場假說

所謂效率市場假說(Efficiency Market Hypothesis)為證券的價格能夠快速及充分反映市場所有相關的訊息。此假說在健全資本市場中具有良好的流通性，故投資者一收集到新資訊時，即刻在消息利多時買進，利空時賣出，造成股市波動震盪，使得投資者無法正常理性選股，而獲取超額報酬。Fama(1970)認為：「所有證券的價格都能充分且快速的反應所有市場攸關的資訊，故投資者無法以其所收集的特定情報及資訊來獲取超額的報酬。市場上的訊息包括過去的歷史資訊、現在已公開及未公開的訊息都會適時迅速地反映於證券價格上，市場總是處於均衡狀態，所有投資大眾無法超越或擊敗市場，而獲取異常報酬。」當預期將有本文研究之重大政治選舉事件發生時，可以預作反應及驗證是否符合過去的歷史經驗，以減少投資損失。其次對所有的投資人而言，股票市場的單一資訊不一定每位投資人都持相同看法，所以不一定會有相同一致的處理方式，故所有的市場不一定能達到完全效率的境界。一般咸信，市場上多數投資人是理性且追求利潤最大化，而且每個人對於股票看法是獨立的，彼此不受影響。

Fama(1970)由效率市場理論延伸發展，依股價反應資訊公開程度的差異程度，將效率市場區分為三個不同程度分類：

1. 弱式效率市場 (Weak Form Efficiency)

投資者運用過去的股票所表現出的趨勢和價格來分析目前的股價狀況，已失去作用。過去市場上的資訊和情報已充分反應在現在股價上，無法以此獲得超額報酬的。當弱勢效率市場成立，技術分析的投資策略無效，基本分析還可能有助投資人獲取超額報酬。亦即公司所有過去的歷史資訊(股價、營收、獲利)都已完全反應在現有的股價上，因此對於過去的技术分析是無用的。想要取得超額報酬需要透過現有的基本分析來評判公司的未來前景。

2. 半強式效率市場 (Semi-strong Form Efficiency)

投資人分析公開的財務報表、宣布股利發放、公司管理、經濟和政治因素等已公開有關該公司營運前景的訊息，已毫無用處，不能來預測股票價格。目前股價已經反應出，任何已知或可知公司的資訊和情報，無法以此獲得超額報酬的。當半

強勢效率市場成立，技術與基本分析的投資策略無效，公司沒有公開的消息還有可能會獲取超額報酬。亦即公司所有過去的歷史資訊(股價、營收、獲利)、現有已公開的資訊(財務報告)與未來的財務預測都已完全反應在現有的股價上，現有的基本分析是無用的，因為財報一發布，投資人很快做出判斷，股價即立即反應。想要取得超額報酬只有兩種可能：

- (一) 內線交易
- (二) 意外發生(獲利預警、天然災害、政治風險)

3. 強式效率市場 (Strong Form Efficiency)

投資人利用任何不同的管道獲取來得資訊情報，包含任何已知或未公開的資訊，來預測股價，已完全無濟於事。過去和目前所公開的資訊和情報，甚至內線消息，股價已完全反應完畢。當強勢效率市場成立時，沒有任何的方式讓投資人獲得超額報酬，即使擁有公司內線消息也是。亦即公司所有過去的歷史資訊(股價、營收、獲利)、現有已公開的資訊(財務報告)、未來的財務預測與內線消息都已完全反應在現有的股價上。過去的技术分析無用，現有的基本分析無用，連內線交易都無用，無法取得超額報酬。

效率市場理論將資訊及情報的傳遞之上的不等程度，致使投資人對於股價及報酬預期上的變化，同時影響了股票價格的波動。當市場具有效率時，股價則能迅速而且充分的反應目前所有的資訊及情報。歸納各效率市場假說整理如下表貳-1：

表 貳-1、各效率市場假說一覽

| | 弱式 | 半強式 | 強式 |
|--------|------|-------------|-----------|
| 反映在股價上 | 歷史資料 | 歷史、已公開、預測資料 | 所有資訊包括未公開 |
| 無效 | 技術分析 | 基本分析 | 內線交易 |
| 超額報酬 | 基本分析 | 內線交易 | 不可能 |

資料來源：本研究整理

換句話說，如果過去的技术分析有效，可以打敗大盤，則不為弱式效率市場。如果現行的基本分析有效，可以打敗大盤，則不為半強式效率市場。如果內線交易有效，可以打敗大盤，則不為強式效率市場。就現行的基本分析而言，可以看新消息一發布後，反映在股價上的速度，速度越快，當然市場愈有效率！

二、效率市場假說及相關文獻

陳聰賢(2011)採用 Caner and Hansen (2001)之門檻(threshold)單根檢定，以美國及其主要外國直接投資(簡稱 FDI) 夥伴之股市週資料為樣本，探討效率市場假說(Efficient Market Hypothesis)，接著，採用 Breitung (2001)之秩(rank)共整合檢定，探討上述國家股市間是否存在非線性共整合關係。實證結果顯示，美國及其主要 FDI 之股市皆無法拒絕門檻單根檢定之有單根虛無假設，即 $I(1)$ ，結果充分證明美國及其主要 FDI 之股市皆符合效率市場假設。而 Johansen 線性共整合檢定，顯示僅二個國家間(即美國與英國)之股市存在共整合，其他國家之間則不存在共整合關係，而秩(rank)共整合檢定結果顯示，這五個國家股市間存在顯著共整合關係，本文結果對策略決策者和投資者具相同策略意含。

李怡恬(2004)研究針對亞太地區八國股市作其效率市場假說實證，利用複迴歸模型及無母數方法，分別研究其週末效果、一月效果、春節效果等股市異常性現象。其次，利用變異數分析來實證國內週休一日與週休二日股市報酬率是否有差異存在。最後，利用似乎無相關迴歸(Seemingly Unrelated Regression, SUR)估計法，來探討臺灣、日本、香港及新加坡實證四國間有無互動性存在。研究結果有以下的發現。第一，除了韓國及菲律賓外，其餘六國都有週末效果及一月效果存在。第二，臺灣等八國的春節前 5 天歷年平均報酬率都為正的；春節後 10 天歷年累積報酬率的平均都偏低，有其春節效果存在。第三，國內週休一日與週休二日的週報酬率是有顯著性的差異存在。第四，在 SUR 模型下，四國確實有互動性存在，但是判定係數顯示模型的線性關係不高。

陳淑容(1993)研究主要乃希望探知中、日、港、新等亞洲主要股市其股價序列究竟為何？是嚴格隨機漫步、具有異質性的隨機漫步、短期相關或長期相關？我們希望藉由本文的實證方法將其明確區分。在文中，我們採用源自於 Hurst(1951)發展的傳統 R/S 檢定、Lo(1991)的修正 R/S 檢定和 Lo 和 Mackinlay(1988)的變異數比檢定三種方法對四國股市的股價指數進行實際；結果顯示不論日報酬或週報酬，台灣、日本、香港、新加坡四國股市的股票報酬雖然存有短期相關，但因為此相關性太小而不具顯著性，因此，在 1%及 5%的顯著水準下，此四國股市都無法拒絕股價為隨機漫步的虛無假設；亦就是說，中、日、港、新四國股市都無法拒絕弱式效率市場的假說。而除了個別股市的效率市場檢定外，本文也採用共整合檢定對四國股市間整體的市場效率做檢定。實證結果發現除了日港新三國股市微弱的共整合關係外，中、日、港、新四國股市不論兩兩股市或兩國以上的股市間皆無共整合關係存在，也就是說，四國股市中兩國(或兩國以上)的整體股市其股價的決定與弱式效率市場一致。此結果也顯示台灣股市的投資者可以藉由日、港、新三國的股票來分散其股票投資組合的風險。

文獻評論：

由上述實證結果可以歸納出：研究結果充分證明美國及其主要外國直接投資（簡稱 FDI）夥伴之股市皆符合效率市場假設，學者以線性共整合檢定，顯示僅二個國家間（即美國與英國）之股市存在共整合關係，其他貿易夥伴國家之間則不存在共整合關係，顯示美國與英國分屬大西洋兩岸的世界兩大金融中心間經貿的關連性高。另外，亞洲主要資本市場中國、日本、香港、新加坡四國股市中兩國（或兩國以上）的整體股市其股價的決定與弱式效率市場一致。進一步檢視這四國股市的股票報酬間，以財務分析模型無相關迴歸（Seemingly Unrelated Regression, SUR）估計法下，發現確實有互動性存在，但是判定係數顯示模型的線性關係不高。而台灣、日本、香港、新加坡四國股市的股票報酬雖然存有短期相關，但因為此相關性太小亦不具顯著性。顯示同屬東亞的各主要經濟體間，亦有其地域性上的經貿關係存在。

第二節 政治性景氣循環(Political Business Cycle)的相關文獻

李岳霖(2005)由選舉的角度出發，利用 Blanchard (1981) 的模型為基礎，分析在週期性的選舉制度下，股價將如何因應選舉活動而產生循環性變動。文中將政黨的選舉策略分為「機會論」與「黨派論」兩種方式，分別探討在這兩種不同方針下，股價的動態調整過程。

簡文政(2001)所探討的重點是以 Nordhaus(1975)的模型為出發，來分析內閣制政治景氣循環。由 Nordhaus 模型的假設，引進不確定因素，以動態最適控制的方法來求得內閣制下失業率的最適控制路徑，並且將兩者的結論作比較，解釋其經濟意涵。內閣制下的政治景氣循環會比總統制下(Nordhaus)的政治景氣循環具有較高的選舉頻率、較低的振幅。此外，就社會福利的觀點來看，對於選民面對兩種類型的政治景氣循環時，其福利變化的優劣，乃是取決於選民的偏好。

蘇郁麟(2005)利用 Alesina 等(1997)以及 Crosby 等(1997)提出的實證模型，對台灣總體經濟資料進行實證研究，觀察台灣是否具有政治性景氣循環之現象。本文的研究期間包括了 1979 年第一季至 2004 年第三季，所探討的總體經濟變數涵誘 FGDP、失業率、政府消費、政府賦稅收入、M1B、M2、通貨膨脹率。由於 2000 年為國內第一次政黨輪替，本文便進一步將資料區分成 1979 年第一季至 2000 年第一季與 1979 年第一季至 2004 年第三季進行分析，以探討在首度政黨輪替之後，國內的總體經濟變數是否呈現結構性的改變，以及央行的獨立性是否受到挑戰。

潘思豪(2014)研究主要探討台灣總統選舉之選前利多消息是否為新聞口水，總統大選前後對於股市及產業總資產報酬率之後勢表現，選前執政者藉由採行擴張性財政政策刺激短期的總體經濟榮景爭取選票，創造出短暫的經濟榮景提升勝選的機率，而在資訊爆炸的時代下更易於反應其資訊。本文以政治景氣循環為概念，利用資產報酬率(Return on Assets, ROA)及股票月報酬率分析。實證期間為1996年至2012年，五次總統大選作為研究樣本，透過橫斷面迴歸方法進行研究。實證結果發現新聞數較多的產業在選前的ROA高於其它產業，而在選後ROA下滑的幅度卻大過其它產業，總統大選之後，產業的後勢表現確實有變差。加入落後一期ROA、帳面市值比及產業總市值後，新聞數較多產業仍有顯著，因而實證結果並非為產業市值大小、帳面價值比率高低之關係。這些結果顯示政治選舉利多新聞可能為口水，對各產業在營運上未必有實質的效果。

黃巧雯(2013)將選舉前後的每一年之大盤指數報酬率做比較，發現大盤指數報酬率於大選前一年比大選後一年高，故台灣政治在股票市場上有『政治景氣循環』現象。本篇論文參照Piotroski(2000)的F_score創造A_score之投資策略，來探討報酬率是否優於大盤指數報酬率與F_score之報酬率。實證發現，A_score於每一期間之報酬率不隨大盤指數變動，且皆高於大盤指數及F_score報酬率，除了在1996年5月20日至2000年5月20日這段期間，其報酬率比F_score低，但依舊贏過大盤指數。最後探討在不同執政黨下的F_score與A_score投資產業分析，實證分析發現，F_score與A_score投資選股比重皆著重於電子工業、鋼鐵工業及建材營建，但A_score投資策略所選類股之平均報酬率皆贏過F_score。由此可知，選股不會應政黨不同而偏愛某一產業，且A_score選股策略更勝F_score。

洪俊龍(2003)說以往研究政治景氣循環之文獻，焦點集中在經濟表現、股市漲跌和執政黨連任之關係。但是，由於選舉結果也會直接影響到一個國家的股市後勢，因此政治選舉事件的結果對市場參與者尤其重要。本研究以不確定資訊、過度反應及追漲殺跌理論，為實證發展的架構，實證研究各國股市行為對於正事件或是負事件的選舉結果如何影響股市的後勢表現。本文以10個國家的政治選舉事件，實證正、負事件的選舉結果對股市後勢的影響，並檢視重大選舉事件對股價變化究竟符合不確定資訊、過度反應及追漲殺跌理論何種理論。研究方法為事件研究法，並同時考慮以OLS與GARCH的模型來配適分析。實證結果發現不論以OLS或是GARCH的模型來配適分析，在建立預期報酬率模型上或有些許的差異，但最後皆能得到一致之結論。其研究結論如下：

1. 支持不確定資訊理論者，無。
2. 支持過度反應理論者，計有台灣、法國、英國、新加坡。
3. 支持追漲殺跌理論者，計有泰國。
4. 皆不支持上述三種理論者，計有加拿大、西班牙、紐西蘭、德國、澳洲。

鄭慧君(2012)研究主要探討台灣總統大選對台灣股市的影響，以政治景氣循環為概念，選前執政黨營造繁榮的經濟或候選人提出的政見以利當選等等的可能因素，人民由新聞接收到各種訊息影響了投資股市的行為。實證期間為1996年至2008年，四次總統大選作為研究樣本，透過橫斷面回歸方法進行實證研究，並依實證結果製作投資策略。其研究結論如下：1. 總統選舉前，依新聞數量將產業類股分為兩群，其新聞數量多的產業類股報酬較好，效果為選前九個月至選前一個月。2. 四次總統選舉新聞數量最多的產業都相同為金融類股、電子類股與營建類股，四次選舉平均來看，這些產業類股的報酬在選前兩個月都有明顯的提升。3. 依據1、2兩點的實證結果製作投資策略有正的報酬，並且經過風險調整後，報酬優於成長類股及價值類股的投資策略。

文獻評論：

由上述實證結果可以歸納出：台灣選舉確實具有政治性景氣循環之現象。有學者觀察每次選舉前，執政黨開始鼓勵企業投資，對二資：「內資」、「外資」努力聯繫拉攏，三市：「股市」、「匯市」、「房市」積極拉抬作多，不斷擴大公共建設支出，對選民則廣發政治紅利的新聞，宣傳其執政政績，猛開選舉支票，營造整體景氣欣欣向榮的氛圍，描繪未來經濟成長的光明願景，使得投資人預期產業與政經情勢前景樂觀，紛紛追價搶進相關題材的類股，因此有所謂「政見概念股」、「選舉概念股」的產生。其最後結果就是在選舉過後，短期內股市過度反應整體經濟現況，隨著時間線的拉長，股市逐漸退燒回歸經濟基本面，也因此研究結論符合以上學者提出的「政治景氣循環」的概念。

第三節 台灣選舉引發異常報酬的相關文獻之研究

卓世傑(2004)在其台灣股市選舉行情之實證研究一文中，以事件研究法的實證方式，探討每逢選舉前的股價波動是否有上漲的現象，即我們俗稱的選前「選舉行情」，究竟是否為真？並嘗試尋求理論上的依據，以解釋這種現象。其驗證結果可歸納成三點：一、台灣的股市在選舉前，確實有較高的機率產生異常的正向報酬率股價波動。尤其自1998年起，每逢選舉前，股市都會出現正向的異常報酬率波動。故而台灣股市所傳言的選舉行情，並非毫無緣由。二、在台灣中央級選舉較地方級選舉，確實有更高的機率會出現選前正向的異常報酬率股價波動，亦即所謂的選舉行情。至於行政首長與民意代表相比或單一相較於綜合選舉，則均無明顯的差異。三、政黨輪替後選前股市的正異常報酬率波動，比政黨輪替前更加明顯。易言之，政黨輪替後選舉行情似乎有加劇的現象。

林彙桓(2013)則在其台灣總統大選股市慶祝行情之實證研究中，使用事件研究法並輔以相關分析，主要研究目的除了實證選舉後的「慶祝行情」是否發生以外，與其他相關研究的最大不同之處是將 2012 年總統選舉首見的「表態」做為討論重點，將有表態的股票挑選出來，試著以新聞篇幅數將表態的程度量化，測試表態對選舉前的「選舉行情」帶來的影響。除了把有表態的股票與市場上其他股票作比較，還進一步衡量有表態的各股之間，表態強弱造成的差異。本篇對 2012 年總統大選所作的實證結果發現：一、不論是對全體股票或企業主有表態的特定股票而言，確實發生正向的累計平均異常報酬率，亦即有所謂的慶祝行情。二、選前有表態與沒有表態的企業，兩者間股票累計平均異常報酬率的平均數存在顯著差異，但有表態的企業較低；唯此顯著性只出現在檢定區間較長之時。三、選前企業若有表態，會在選後短時間內對累計異常報酬率造成顯著的負向影響；然而，其新聞篇幅多寡對選後的累計平均異常報酬率之高低卻沒有顯著的影響力。

王志成(2008)探討台灣的政治選舉對股價指數的影響。運用事件研究法，以「第七任立法委員選舉」及「第 12 任的總統選舉」為事件，設定事件期間為 2007 年 7 月 13 日至 2008 年 4 月 25 日，共 309 個交易日，155 個觀察值。檢定因國民黨的兩岸交流政見而直接受惠的航運、觀光、金融及營建等四類股在選舉期間是否產生異常報酬，以做為投資人未來投資「政見概念股」的決策參考。研究的實證結果顯示：1. 二事件對航運、觀光、金融及營建類股的股價皆造成顯著的正向異常報酬，因為此次兩組候選人皆以拼經濟為競選主軸，因此在兩岸政策上皆主張「開放與鬆綁」，藉由開放兩岸直航和大陸地區人民來台觀光，以提升國內的經濟成長。；短期而言，在事件日前後二日($t = -2 \sim 2$)有正的異常報酬，且就較長期的累積異常報酬而言，事件後期明顯高於事件前期。2. 「第七任立法委員選舉」事件對航運、觀光、金融及營建等四類股的股價指數影響遠大於「第 12 任總統選舉」，且各類股的累積異常報酬率在「第七任立法委員選舉」事件期中的波動幅度亦相對較小。3. 在二事件期中，航運、觀光、金融及營建等四類股的累積異常報酬最大值皆出現在事件日後第三或第四週，顯見在事件日後該類股仍延續上漲的趨勢，繼續持有可獲得超額報酬，且以營建及觀光兩類股的超額報酬最高。

徐清俊、于文燕(2005)在分析台灣政治選舉事件對於股票市場報酬的影響，觀察 1992 年 9 月 1 日到 2004 年 9 月 1 日期間共九次選舉事件以市場模式法探討政治選舉事件對股票市場報酬造成的短期影響，再以 GARCH 探討政治選舉事件對股票報酬波動性之長期影響，最後進一步利用橫斷面迴歸分析分析探討其影響因素，實證結果如下：在短期分析方面，在選前以正的異常報酬為多，且累積平均異常報酬亦以顯著正報酬較多，所以台灣的選舉的確存在選舉行情。當政黨輪替

之時，異常報酬及累積異常報酬較政黨未輪替高，而地方層級選舉之異常報酬及累積異常報酬較中央層級選舉高。在長期分析方面，第十一屆首長選舉、第二屆及第三屆立委選舉後，股價報酬之波動性均較選舉前來的明顯，其餘六次選舉，在選舉後，股價報酬之波動沒有選舉前高。經由上述的實證結果，投資人在選舉時，可以針對台灣股票市場報酬的變化來進行避險或是套利，亦可針對政黨輪替或是不同層級選舉之狀況，做出投資決策，希望進一步為其帶來超額的報酬，藉以獲利。

張貴婷、陳青浩、林明俊、隋安莉(2006)採用事件研究法的概念，選擇了三次總統選舉及二次北高市長選舉做為事件樣本，以股市報酬率做為分析及解讀的標的，並將事件日前後各區分了一個事件期及估計期，再採用不同的檢定方法以了解是否有選舉行情的存在。雖然早期的研究中多數肯定國內的選舉時期容易產生選舉行情及慶祝行情，但是在研究中不論是以事件研究法中的無母數檢定法或有明確事件日的普通橫剖面法來分析，或者是另外採用變異數分析法來分析選舉前後之市場報酬率，均得不到實證之支持。在政黨輪替的前提下，發現選舉並不如早期所認同的具有選舉行情及慶祝行情的發展，因此研究建議股市投資人在選舉事件上應以平常心看待。

汪志忠、鄭雅云(2012)研究主要目的是分析在不同民主程度與資本市場成熟度的國家，總統大選對於股票市場的動態衝擊為何，分析的對象為2000年與2004年台美兩國的總統大選，應用時間數列分析之干預模式，使用股票市場之發行人加權股價指數每日收盤價資料進行模式建立與比較分析。實證結果發現，2000年與2004年的台灣總統大選對股票市場有不同型態的衝擊，2000年的台灣第一次政黨輪替，選舉結果對股票市場造成結構性的改變與強大的衝擊，而2004年雖因319槍擊案使得大選結果對股票市場造成重大的負向衝擊，但後續的衝擊呈現逐漸遞減，並回歸基本面；就美國而言，2000年選舉結果受選票爭議事件影響，故對股票市場造成負向的結構性影響，但影響效果緩慢趨於平穩，而2004年選舉結果對股票市場則是造成正向的結構性衝擊。

蘇郁涵(2017)研究依據政治經濟循環理論(political business cycle)，作為實證研究的理論基礎，探究台灣股市面對受到政治力介入及特殊政治事件影響後，是否影響市場經濟的正常規律，形成特殊的「選舉行情」現象。再藉由「事件研究法」分析2012年第十三任總統、副總統及第八屆立法委員選舉、2014年六都直轄市長及縣市長選舉至2016年第十四任總統、副總統及第九屆立法委員選舉之三次選舉行情對台灣股市之影響情形。實證結果發現，台灣選舉事件發生後將產生正向異常報酬，即存在慶祝行情之現象。

文獻評論：

由上述實證結果可以歸納出：台灣股市的確受到台灣中央級及各級地方選舉事件的影響；研究中多數肯定國內的選舉時期容易產生「選舉行情」及「慶祝行情」。其中，卓世傑(2004)與于文燕(2005)同以事件研究法實證，在選舉前確有較高的機率產生正向異常報酬率波動，亦即台灣股市所傳言的「選舉行情」的確存在。同時政黨輪替後，異常報酬及累積異常報酬較政黨未輪替時高，且股市的正異常報酬率波動，比政黨輪替前更加明顯。王志成(2008)則以兩岸交流政見而直接受惠的航運、觀光、金融及營建等四類政見概念類股為軸心，以事件研究法實證在選舉事件日前後，皆有顯著的正向異常報酬，換句話說，其研究結果支持「選舉行情」及「慶祝行情」的存在。林彙桓(2013)除了實證選舉後的「慶祝行情」確實存在之外，輔以量化企業的「政治表態」；在政治上是否支持兩岸「九二共識」，做為討論重點，證實不論是對全體股票或企業主有表態的特定股票而言，確實有所謂的「慶祝行情」存在。蘇郁涵(2017)則分別先以政治經濟循環理論作為實證研究的理論基礎，來證實選前的「選舉行情」。再藉由「事件研究法」分析近幾年台灣中央及各級地方選舉，來實證選後「慶祝行情」現象的存在。然而，最後在張貴婷、陳青浩、林明俊、隋安莉(2006)的研究之中，同樣採用事件研究法的概念，卻推翻了以上的論點，發現選舉並不如上述所認同的具有「選舉行情」及「慶祝行情」的發展。

第四節 國際政經事件引發異常報酬的相關文獻之研究

張淑靜(2017)的研究利用事件研究法探討歷次美國總統選舉結果事件對於台灣股市投資是否造成影響。結果顯示美國總統選舉在事件日當日對於台灣上市電子工業股價的確有著顯著的異常報酬及累積異常報酬。而且在事件期後，也同樣存在異常報酬，台灣上市電子工業股價的確對美國總統選舉結果有著過度反應之狀況。

2016年6月23日英國公投確定脫離歐盟後，造成全球金融市場重大影響。陳春富(2018)研究利用事件研究法探討2015年1月1日至2017年12月31日英國脫歐事件宣告對台灣股市之影響，且更進一步探討英國脫歐事件對台灣上市櫃7大產業-食品類股、電子類股、營建類股、塑膠類股、電機機械類股、鋼鐵類股、金融類股的股價影響。研究選取3個英國脫歐的事件日進行研究，分別探討這些事件日對各類股異常報酬(AAR)是否有顯著不同。實證結果顯示，第三事件日2017年3月28日英國脫歐國會拍板定案對台股呈現顯著之負向影響，其他事件日較不明顯。綜上所述，本文第三事件日影響最大，尤其對金融類股、電子類股及鋼鐵類股的影響較為明顯。

廖敏治、周建志、李逸雯、陳麗慧、李尹辰、徐詩評(2015)觀察近年來，美國、歐洲及日本等經濟大國為了改善經濟狀況，積極實施量化寬鬆貨幣政策。相較於這些大型的金融體系台灣的股票市場往往處於被動的狀態，截至2014年外資投資台股所佔台股市值總比重已達36.5%。而實際上，美國實施QE政策對於全球而言，其熱錢氾濫有如潮水蜂擁而入，難以阻擋，而導致匯率不斷升值。在此同時，也帶動了台灣股市的繁榮現象。因此研究美國實施量化寬鬆貨幣政策時期，台股與美股變動連結的關聯性，探討國際大型貨幣政策的實施，是否對台灣股市造成影響？是否能為投資帶來更佳的獲利效益？美國實施量化寬鬆政策有三個時期，因此研究也分成QE1、QE2、QE3等三階段，採用相關係數、迴歸模型、單因子變異數等研究方法進行探討。實證結果顯示：在台股與美股的連動性方面，不論哪一個時期，都具有顯著的相關性，且都為正相關。再就QE1~QE3三階段完整期間台股累加報酬來看，以QE1的累加報酬為最大約在50%左右，而QE2的累加報酬約在-10%左右，而QE3則為20%左右。因此以QE1對台股的影響成效為最大，而QE2為最差。

蔡宜洲(2015)研究利用事件研究法探討2008年11月25日至2014年10月30日，美國聯邦準備理事會(Federal Reserve System; Fed)於金融海嘯後宣佈實施三次的量化貨幣寬鬆政策(Quantitative Easing; QE)期間。這三次QE事件宣告對台灣股市之影響，更進一步探討QE實施對台灣上市櫃8產業-電子類股、鋼鐵類股、塑膠類股、航運類股、紡織類股、食品類股、金融類股、汽車類股的股價影響。本研究選取QE事件各3個正面與負面的事件期進行研究，分別探討這些事件期對各類股累積平均異常報酬(CAAR)是否有顯著不同。實證結果顯示，QE2及QE3宣佈實施結束對台股呈現顯著之負向影響，符合預期結果。對台灣上市櫃產業的影響以電子類股影響最大，其次為金融、食品及航運類股，接著為汽車及鋼鐵類股，而紡織及塑膠類股影響較少。

吳美寬(2014)研究利用事件研究法(Event Study)探討2009年1月至2013年3月歐債危機事件宣告對台灣股市之影響，另外，研究進一步探討歐債危機對台灣上市櫃產業-塑膠、化學、電機機械、生技醫療、鋼鐵、電子、金融、航運及觀光業等9個產業的股價影響，研究選取歐債危機事件7個負面的事件日進行研究，分別探討這些事件日對各類股異常報酬(AR)是否有顯著不同。實證結果顯示，第四事件，標準普爾首先下調西班牙主權額度評級，評級展望為負面，及第五事件，標準普爾首先下調愛爾蘭主權額度評級由"AA"降為"AA-"，對台股呈現顯著之負向影響，而其他事件則較不顯著；對台灣上市櫃產業的影響以金融類股影響最大，其次為鋼鐵及生技醫療類股，接著為塑膠、化工、電機機械及電子類股，而航運及觀光類股則較不顯著。

文獻評論：

由上述實證結果可以歸納出：台灣股市的確均受到重大國際政經事件的影響。其一，全體外資及陸資（含直接投資及間接投資）所持有股票占台灣股市總市值比例是逐年遞增，根據金管會證券期貨局統計，截至 2016 年已達 37.12%，因此為因應重大國際政經事件，國外資金的流向對台股大盤的漲跌走勢的影響力已不容小覷。其二，台灣是以出口貿易為導向的市場，電子類、電機機械類尤其占大宗。尤其台灣與美國無論在政治、軍事、貿易上長期存在合作的關係。根據行政院經濟部國際貿易局統計，美國為台灣第 3 大出口市場，僅次於中國大陸及東協十國，占整體出口比重 11.7%，台灣對美國主要出進口貨品類別皆以電子電機類為大宗，長期以來台灣對美國存在著鉅額的貿易順差。因此台股與美股的連動性方面，不論哪一個時期，都具有顯著的正相關性。除了其他國際金融經濟等直接與資金流動走向與中美台關係有關的事件，任何美股的波動都直接衝擊台股電子類電機機械類股。其三，根據證期局最新資料統計，2018 年台灣股票市場自然人成交比重約六成，達 59.6%。自然人亦即所謂的散戶，容易受媒體報導的影響，產生短期殺進殺出的投機性買賣，這也是台灣股市容易受國際政經事件影響，引發異常報酬的因素之一。

第參章 研究方法

第一節 研究對象與範圍

一、研究期間

台灣自 1996 年開放總統直選，落實直接民主後，時至今日，已完成了六次總統選舉，三次政黨輪替，如下表所示。為了達到資料的最完整性及精準性，本文研究期間的選擇以台灣經濟新報(TEJ) 為研究資料庫，以 2004 至 2016 全年為時間區段，並以台灣的上市股票市場為主，以這段時間所涵蓋的各台灣重大總統選舉事件作為研究日，本文研究當各台灣重大總統選舉事件發生後，是否在往後事件期間內對股票市場的股價有異常報酬率 AR 與累積異常報酬率 CAR 之情形發生。本研究以總統選舉政黨輪替之事件日為選舉日，而估計期起始日採取中央選舉委員會在選舉前 120 日公告選舉資訊當日，而估計期結束日設定為選舉前一日。固本研究估計期設定為(-120, -1)觀察期，事件期則設定為事件日後第一天至第三十天為範圍。示意圖如下所示：

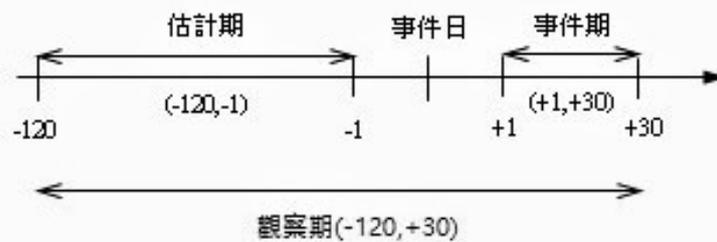


圖 參 - 1、事件研究模型觀察期示意圖

資料來源：本研究自行整理

二、樣本選取

本研究資料來源於台灣經濟新報資料庫 TEJ，研究報告以台灣上市公司股價為研究對象，選取台灣加權指數與電子類股、電機類股、鋼鐵類股、化工類股、塑膠類股、航運類股、紡織類股、食品類股、金融類股等九大類產業成份股，上述類股為台灣股市權值較大的產業類股。台灣長期一直處於以資訊科技產業為導向的經濟型態，其中電子、電機類產業更是台灣整體產業的主要支柱。同時台灣是高度仰賴國際貿易，舉凡大宗能源、原物料、礦產進口，對外加工成品出口為導向的區域經濟體，因此從航運類股的表現可以窺知一二。石化是工業之母，關係到你我生活的每個細節，從上游的煉油輕油裂解，中游的石化原料生產廠，到下游的塑膠關聯產業，總產值約 3.4 兆元，化工、塑膠類股對台灣總體經濟影響不可小覷。鋼鐵類股的走勢則呈現出台灣房地產新建案、工具機械加工產業、公共基礎建設的成長力道。紡織類股、食品類股的表現反映國內民生經濟的發展現況。加上與攸關金融交易、整體經濟景氣活絡相關的金融類股，研究樣本選定 TEJ 指數分類之類股如下：

表 參-1、台股市值前九大類股占比一覽表

| 九大類股別 | 上市公司股票數 | 市值(億) | 百分比% |
|-------|--------------|-----------|--------|
| 電子類股 | 共計394家上市公司股票 | 158970.46 | 60.54% |
| 金融類股 | 共計78家上市公司股票 | 46300.13 | 17.63% |
| 塑膠類股 | 共計20家上市公司股票 | 21338.67 | 8.13% |
| 食品類股 | 共計22家上市公司股票 | 7325.28 | 2.79% |
| 鋼鐵類股 | 共計30家上市公司股票 | 6482.11 | 2.47% |
| 電機類股 | 共計52家上市公司股票 | 5816.5 | 2.22% |
| 紡織類股 | 共計45家上市公司股票 | 5814.26 | 2.21% |
| 化工類股 | 共計30家上市公司股票 | 5340.48 | 2.03% |
| 航運類股 | 共計31家上市公司股票 | 5203.538 | 1.98% |

資料來源：本研究整理

總計九大類股，計有702間上市公司股票設定為樣本。

表 參 - 2、電子類

| 電子類股(394 檔個股) | | | | |
|---------------|----------|----------|-----------|----------|
| 1471 首利 | 1582 信錦 | 2059 川湖 | 2301 光寶科 | 2302 麗正 |
| 2303 聯電 | 2305 全友 | 2308 台達電 | 2312 金寶 | 2313 華通 |
| 2314 台揚 | 2316 楠梓電 | 2317 鴻海 | 2321 東訊 | 2323 中環 |
| 2324 仁寶 | 2327 國巨 | 2328 廣宇 | 2329 華泰 | 2330 台積電 |
| 2331 精英 | 2332 友訊 | 2337 旺宏 | 2338 光罩 | 2340 光磊 |
| 2342 茂矽 | 2344 華邦電 | 2345 智邦 | 2347 聯強 | 2349 鍊德 |
| 2351 順德 | 2352 佳世達 | 2353 宏碁 | 2354 鴻準 | 2355 敬鵬 |
| 2356 英業達 | 2357 華碩 | 2359 所羅門 | 2360 致茂 | 2362 藍天 |
| 2363 矽統 | 2364 倫飛 | 2365 昆盈 | 2367 耀華 | 2368 金像電 |
| 2369 菱生 | 2373 震旦行 | 2374 佳能 | 2375 智寶 | 2376 技嘉 |
| 2377 微星 | 2379 瑞昱 | 2380 虹光 | 2382 廣達 | 2383 台光電 |
| 2385 群光 | 2387 精元 | 2388 威盛 | 2390 云辰 | 2392 正崴 |
| 2393 億光 | 2395 研華 | 2397 友通 | 2399 映泰 | 2401 凌陽 |
| 2402 毅嘉 | 2404 漢唐 | 2405 浩鑫 | 2406 國碩 | 2408 南亞科 |
| 2409 友達 | 2412 中華電 | 2413 環科 | 2414 精技 | 2415 錫新 |
| 2417 圓剛 | 2419 仲琦 | 2420 新巨 | 2421 建準 | 2423 固緯 |
| 2424 隴華 | 2425 承啟 | 2426 鼎元 | 2427 三商電 | 2428 興勤 |
| 2429 銘旺科 | 2430 燦坤 | 2431 聯昌 | 2433 互盛電 | 2434 統懋 |
| 2436 偉詮電 | 2438 翔耀 | 2439 美律 | 2440 太空梭 | 2441 超豐 |
| 2442 新美齊 | 2444 兆勁 | 2448 晶電 | 2449 京元電子 | 2450 神腦 |
| 2451 創見 | 2453 凌群 | 2454 聯發科 | 2455 全新 | 2456 奇力新 |
| 2457 飛宏 | 2458 義隆 | 2459 敦吉 | 2460 建通 | 2461 光群雷 |
| 2462 良得電 | 2464 盟立 | 2465 麗臺 | 2466 冠西電 | 2467 志聖 |
| 2468 華經 | 2471 資通 | 2472 立隆電 | 2474 可成 | 2475 華映 |
| 2476 鉅祥 | 2477 美隆電 | 2478 大毅 | 2480 敦陽科 | 2481 強茂 |
| 2482 連宇 | 2483 百容 | 2484 希華 | 2485 兆赫 | 2486 一詮 |
| 2488 漢平 | 2489 瑞軒 | 2491 吉祥全 | 2492 華新科 | 2493 揚博 |
| 2495 普安 | 2496 卓越 | 2497 怡利電 | 2498 宏達電 | 2499 東貝 |
| 3002 歐格 | 3003 健和興 | 3005 神基 | 3006 晶豪科 | 3008 大立光 |
| 3010 華立 | 3011 今皓 | 3013 晟銘電 | 3014 聯陽 | 3015 全漢 |
| 3016 嘉晶 | 3017 奇鋆 | 3018 同開 | 3019 亞光 | 3021 鴻名 |
| 3022 威強電 | 3023 信邦 | 3024 憶聲 | 3025 星通 | 3026 禾伸堂 |
| 3027 盛達 | 3028 增你強 | 3029 零壹 | 3030 德律 | 3031 佰鴻 |
| 3032 偉訓 | 3033 威健 | 3034 聯詠 | 3035 智原 | 3036 文晔 |
| 3037 欣興 | 3038 全台 | 3041 揚智 | 3042 晶技 | 3043 科風 |

續上頁

| | | | | |
|-----------|----------|----------|----------|-----------|
| 3044 健鼎 | 3045 台灣大 | 3046 建碁 | 3047 訊舟 | 3048 益登 |
| 3049 和鑫 | 3050 鈺德 | 3051 力特 | 3054 立萬利 | 3055 蔚華科 |
| 3057 喬鼎 | 3058 立德 | 3059 華晶科 | 3060 銘異 | 3062 建漢 |
| 3090 日電貿 | 3094 聯傑 | 3130 一零四 | 3149 正達 | 3189 景碩 |
| 3209 全科 | 3229 晟鈺 | 3231 緯創 | 3257 虹冠電 | 3296 勝德 |
| 3305 昇貿 | 3308 聯德 | 3311 閎暉 | 3312 弘憶股 | 3321 同泰 |
| 3338 泰碩 | 3356 奇偶 | 3376 新日興 | 3380 明泰 | 3383 新世紀 |
| 3406 玉晶光 | 3413 京鼎 | 3416 融程電 | 3419 謹裕 | 3432 台端 |
| 3437 榮創 | 3443 創意 | 3450 聯鈞 | 3454 晶睿 | 3481 群創 |
| 3494 誠研 | 3501 維熹 | 3504 揚明光 | 3515 華擎 | 3518 柏騰 |
| 3519 綠能 | 3528 安馳 | 3530 晶相光 | 3532 台勝科 | 3533 嘉澤 |
| 3535 晶彩科 | 3536 誠創 | 3545 敦泰 | 3550 聯穎 | 3557 嘉威 |
| 3576 聯合再生 | 3579 尚志 | 3583 辛耘 | 3588 通嘉 | 3591 艾笛森 |
| 3593 力銘 | 3596 智易 | 3605 宏致 | 3607 谷崧 | 3617 碩天 |
| 3622 洋華 | 3645 達邁 | 3653 健策 | 3669 圓展 | 3679 新至陞 |
| 3682 亞太電 | 3686 達能 | 3694 海華 | 3698 隆達 | 3701 大眾控 |
| 3702 大聯大 | 3704 合勤控 | 3706 神達 | 3711 日月光 | 4545 銘鈺 |
| 4904 遠傳 | 4906 正文 | 4915 致伸 | 4916 事欣科 | 4919 新唐 |
| 4934 太極 | 4938 和碩 | 4942 嘉彰 | 4952 凌通 | 4956 光鉦 |
| 4960 誠美材 | 4961 天鈺 | 4967 十銓 | 4968 立積 | 4976 佳凌 |
| 4989 榮科 | 4994 傳奇 | 4999 鑫禾 | 5203 訊連 | 5234 達興材料 |
| 5258 虹堡 | 5259 清惠 | 5269 祥碩 | 5285 界霖 | 5305 敦南 |
| 5388 中磊 | 5434 崇越 | 5469 瀚宇博 | 5471 松翰 | 5484 慧友 |
| 6108 競國 | 6112 聚碩 | 6115 鎰勝 | 6116 彩晶 | 6117 迎廣 |
| 6120 達運 | 6128 上福 | 6131 悠克 | 6133 金橋 | 6136 富爾特 |
| 6139 亞翔 | 6141 柏承 | 6142 友勁 | 6152 百一 | 6153 嘉聯益 |
| 6155 鈞寶 | 6164 華興 | 6165 捷泰 | 6166 凌華 | 6168 宏齊 |
| 6172 互億 | 6176 瑞儀 | 6183 關貿 | 6189 豐藝 | 6191 精成科 |
| 6192 巨路 | 6196 帆宣 | 6197 佳必琪 | 6201 亞弘電 | 6202 盛群 |
| 6205 詮欣 | 6206 飛捷 | 6209 今國光 | 6213 聯茂 | 6214 精誠 |
| 6215 和椿 | 6216 居易 | 6224 聚鼎 | 6225 天瀚 | 6226 光鼎 |
| 6230 超眾 | 6235 華孚 | 6239 力成 | 6243 迅杰 | 6251 定穎 |
| 6257 矽格 | 6269 台郡 | 6271 同欣電 | 6277 宏正 | 6278 台表科 |
| 6281 全國電 | 6282 康舒 | 6283 淳安 | 6285 啟碁 | 6288 聯嘉 |
| 6289 華上 | 6405 悅城 | 6409 旭隼 | 6412 群電 | 6414 樺漢 |
| 6416 瑞祺電通 | 6442 光聖 | 6443 元晶 | 6449 鈺邦 | 6477 安集 |
| 6531 愛普 | 6533 晶心科 | 6552 易華電 | 6558 興能高 | 6579 研揚 |

續上頁

| | | | | |
|----------|------------|-----------|----------|----------|
| 6668 中揚光 | 6669 緯穎 | 6674 鉍寶科技 | 8011 台通 | 8016 矽創 |
| 8021 尖點 | 8028 昇陽半導體 | 8039 台虹 | 8046 南電 | 8070 長華 |
| 8072 陞泰 | 8081 致新 | 8101 華冠 | 8103 瀚荃 | 8104 鍊寶 |
| 8105 凌巨 | 8110 華東 | 8112 至上 | 8114 振樺電 | 8131 福懋科 |
| 8150 南茂 | 8163 達方 | 8201 無敵 | 8210 勤誠 | 8213 志超 |
| 8215 明基材 | 8249 菱光 | 8261 富鼎 | 8271 宇瞻 | |

表參-3、電機類

| 電機類股(52 檔個股) | | | | |
|--------------|----------|-----------|----------|----------|
| 1503 士電 | 1504 東元 | 1506 正道 | 1507 永大 | 1512 瑞利 |
| 1513 中興電 | 1514 亞力 | 1515 力山 | 1517 利奇 | 1519 華城 |
| 1521 大億 | 1522 堤維西 | 1524 耿鼎 | 1525 江申 | 1526 日馳 |
| 1527 鑽全 | 1528 恩德 | 1529 樂士 | 1530 亞崴 | 1531 高林股 |
| 1532 勤美 | 1533 車王電 | 1535 中字 | 1536 和大 | 1537 廣隆 |
| 1538 正峰新 | 1539 巨庭 | 1540 喬福 | 1541 鋁泰 | 1558 伸興 |
| 1560 中砂 | 1568 倉佑 | 1583 程泰 | 1587 吉茂 | 2049 上銀 |
| 2228 劍麟 | 2231 為升 | 2371 大同 | 3167 大量 | 3346 麗清 |
| 4526 東台 | 4532 瑞智 | 4540 全球傳動 | 4551 智伸科 | 4555 氣立 |
| 4562 穎漢 | 4564 元翎 | 4566 時碩工業 | 6605 帝寶 | 8222 寶一 |
| 8374 羅昇 | 8996 高力 | | | |

表參-4、鋼鐵類

| 鋼鐵類股(30 檔個股) | | | | |
|--------------|-----------|----------|------------|----------|
| 2002 中鋼 | 2006 東和鋼鐵 | 2007 燁興 | 2008 高興昌 | 2009 第一銅 |
| 2010 春源 | 2012 春雨 | 2013 中鋼構 | 2014 中鴻 | 2015 豐興 |
| 2017 官田鋼 | 2020 美亞 | 2022 聚亨 | 2023 燁輝 | 2024 志聯 |
| 2025 千興 | 2027 大成鋼 | 2028 威致 | 2029 盛餘 | 2030 彰源 |
| 2031 新光鋼 | 2032 新鋼 | 2033 佳大 | 2034 允強 | 2038 海光 |
| 2069 運鋁 | 3004 豐達科 | 5007 三星 | 911622 泰聚亨 | 9958 世紀鋼 |

表參-5、化工類

| 化工類股(20 檔個股) | | | | |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 1316 上曜 | 1708 東鹼 | 1709 和益 | 1710 東聯 | 1711 永光 |
| 1712 興農 | 1713 國化 | 1714 和桐 | 1717 長興 | 1718 中纖 |

續上頁

| | | | | |
|----------|----------|-----------|---------|----------|
| 1721 三晃 | 1722 台肥 | 1723 中碳 | 1724 台硝 | 1725 元禎 |
| 1726 永記 | 1727 中華化 | 1730 花仙子 | 1732 毛寶 | 1735 日勝化 |
| 1773 勝一 | 1776 展宇 | 3708 上緯投控 | 4720 德淵 | 4722 國精化 |
| 4725 信昌化 | 4739 康普 | 4755 三福化 | 4764 雙鍵 | 4766 南寶 |

表參-6、塑膠類

| 塑膠類股(20 檔個股) | | | | |
|--------------|----------|---------|---------|---------|
| 1301 台塑 | 1303 南亞 | 1304 台聚 | 1305 華夏 | 1307 三芳 |
| 1308 亞聚 | 1309 台達化 | 1310 台苯 | 1312 國喬 | 1313 聯成 |
| 1314 中石化 | 1315 達新 | 1319 東陽 | 1321 大洋 | 1323 永裕 |
| 1324 地球 | 1325 恒大 | 1326 台化 | 1339 昭輝 | 4306 炎洲 |

表參-7、航運類

| 航運類股(22 檔個股) | | | | |
|--------------|-----------|-----------|----------|----------|
| 2208 台船 | 2603 長榮 | 2605 新興 | 2606 裕民 | 2607 榮運 |
| 2608 嘉里大榮 | 2609 陽明 | 2610 華航 | 2611 志信 | 2612 中航 |
| 2613 中櫃 | 2615 萬海 | 2617 台航 | 2618 長榮航 | 2630 亞航 |
| 2633 台灣高鐵 | 2634 漢翔 | 2636 台驛投控 | 2642 宅配通 | 5607 遠雄港 |
| 5608 四維航 | 8367 建新國際 | | | |

表參-8、紡織類

| 紡織類股(45 檔個股) | | | | |
|--------------|----------|---------|---------|---------|
| 1402 遠東新 | 1409 新纖 | 1410 南染 | 1413 宏洲 | 1414 東和 |
| 1416 廣豐 | 1417 嘉裕 | 1418 東華 | 1419 新紡 | 1423 利華 |
| 1434 福懋 | 1439 中和 | 1440 南紡 | 1441 大東 | 1443 立益 |
| 1444 力麗 | 1445 大宇 | 1446 宏和 | 1447 力鵬 | 1449 佳和 |
| 1451 年興 | 1452 宏益 | 1453 大將 | 1454 台富 | 1455 集盛 |
| 1456 怡華 | 1457 宜進 | 1459 聯發 | 1460 宏遠 | 1463 強盛 |
| 1464 得力 | 1465 偉全 | 1466 聚隆 | 1467 南緯 | 1468 昶和 |
| 1470 大統新創 | 1472 三洋紡 | 1473 台南 | 1474 弘裕 | 1475 本盟 |
| 1476 儒鴻 | 1477 聚陽 | 4414 如興 | 4426 利勤 | 4438 廣越 |

表參-9、食品類

| 食品類股(21 檔個股) | | | | |
|--------------|----------|---------|----------|----------|
| 1201 味全 | 1203 味王 | 1210 大成 | 1213 大飲 | 1215 卜蜂 |
| 1216 統一 | 1217 愛之味 | 1218 泰山 | 1219 福壽 | 1220 台榮 |
| 1225 福懋油 | 1227 佳格 | 1229 聯華 | 1231 聯華食 | 1232 大統益 |
| 1233 天仁 | 1234 黑松 | 1235 興泰 | 1236 宏亞 | 1702 南僑 |
| 1737 臺鹽 | | | | |

表參-10、金融類

| 金融類股(78 檔個股) | | | | |
|--------------|-----------|-------------|-----------|-----------|
| 2880 華南金 | 2881 富邦金 | 2882 國泰金 | 2883 開發金 | 2884 玉山金 |
| 2885 元大金 | 2886 兆豐金 | 2887 台新金 | 2888 新光金 | 2889 國票金 |
| 2890 永豐金 | 2891 中信金 | 2892 第一金 | 5880 合庫金 | 2801 彰銀 |
| 2807 渣打銀行 | 2808 北商銀 | 2809 京城銀 | 2810 高企 | 2811 東企 |
| 2812 台中銀 | 2820 華票 | 2822 農銀 | 2824 交銀 | 2827 中聯 |
| 2828 萬通 | 2829 大安 | 2831 中華銀行 | 2834 臺企銀 | 2835 國泰銀 |
| 2836 高雄銀 | 2837 凱基銀行 | 2838 聯邦銀 | 2842 富邦銀 | 2845 遠東銀 |
| 2846 中興銀 | 2847 大眾銀 | 2849 安泰銀 | 2893 新光銀行 | 2897 王道銀行 |
| 5810 寶華 | 5818 僑銀 | 5819 玉山票券 | 5823 台新票券 | 5835 國泰世華 |
| 5836 台北富邦銀 | 5838 華銀 | 5839 中華開發資本 | 5840 國票 | 5841 中信銀 |
| 5842 兆豐票券 | 5843 兆豐商銀 | 5844 一銀 | 5847 玉山銀 | 5848 台新銀 |
| 5849 永豐銀行 | 5850 日盛銀行 | 5852 元大銀 | 5854 合庫 | 5863 瑞興銀 |
| 5876 上海商銀 | 5878 台名 | 2823 中壽 | 2833 台壽 | 2867 三商壽 |
| 5831 新壽 | 5846 國壽 | 5859 遠壽 | 5865 富邦人壽 | 2816 旺旺保 |
| 2825 南山產險 | 2832 台產 | 2848 華南保 | 2850 新產 | 2851 中再保 |
| 2852 第一保 | 5828 富邦保 | 5834 兆豐保險 | | |

第二節 研究方法

一、事件研究法概述

事件研究法是近代有關商學實證研究中，最廣泛應用的研究方法設計之一。其主要為探討當某一重大政經事件發生時（如歐債危機、英國脫歐、量化寬鬆貨幣政策等國際重大政經事件）是否會引起商品或股價的價格變動，進而有「異常

報酬率」(Abnormal Returns; AR)。異常報酬率可以用來分析標的股票報酬率與特定日期之事件是否有產生異常的現象，例如其股票價格的變化、波動及股票的交易量等改變的情況。利用事件研究法的研究大致可以分成四大類：

- 一、 市場性效率性之研究：主要在於評估股票市場是否快速、不偏頗的反應某項新資訊。
- 二、 資訊內涵之研究：探討資訊有用性之研究，其主旨在評估股價對於某一資訊揭露之反應程度。
- 三、 解釋異常報酬率之研究：主要目的在進一步了解影響異常報酬率之因素。
- 四、 方法論之研究：探討事件研究法之改進措施。

談到關於事件研究法的論文，早在Dolley (1933)就發表了研究股票價格受到股票分割的影響。而 Fama, Fisher, Jensen and Roll (1969)則探討公司公佈新資訊時對股價是否有異常波動。當中以「月」為事件單位，例如股票分割訊息的宣告前，累積平均異常報酬就有顯著上揚的情形，證實股票分割訊息的宣告，對公司的股價確實有影響。之後 Brown and Warner(1980, 1985)在月資料與日資料不相同的衡量單位的比較研究下，發現使用的資料以日為衡量單位較以月資料為衡量單位的檢定能力要來的高，因此之後的研究，更導向以日資料進行研究為主。另外 Dyckman, Philbrick and Stephan (1984)也發現使用日資料較月資料的檢定能力高，日資料的市場模式優於其他模型，即使日資料會有偏離常態的情況，並不太會改變最後之研究結果。

本文採用事件研究法來檢視台灣歷屆總統大選政黨輪替各事件日，是否有造成台股各類相關股價有異常報酬(AR)或累積異常報酬(CAR)。進而驗證市場是否具有市場效率性存在。在本文的研究鋪陳在以半強式效率市場假說的前提之下，每當台灣總統大選事件發生，股價對此重大政治事件如何迅速反應價格，顯示其價格波動走勢？本文使用TEJ系統，日資料頻率為日資料，報酬率型態為連續複利報酬率，採用內建公式的最小平方法(Ordinary Least Square, OLS)來計算市場相關異常報酬率(AR)或累積異常報酬率(AAR)。P值(P-value)則按照“傳統法統計量”來估算。因此當異常報酬發生，大多數投資人無法利用原本基本面或技術面分析迅速進出股市，但是可參考本文利用事件研究法分析事件日後產生異常報酬的差異性，以檢定是否符合半強式效率市場假說。

二、事件研究法步驟

參考沈中華、李建然(2000)對於事件研究法的統整在使用事件研究法進行實證研究時一般多依循下列四個步驟進行

1. 事件日之確定：確定要研究的事件，其發聲或揭露的日期。
2. 定義及估計異常報酬率：建立事件沒有發生情況下預期的報酬率，並以事件發生後實際的報酬率減去預期的報酬率，作為異常報酬率之估計。
3. 異常報酬率之檢定：使用統計檢定的方法，探討估計出的異常報酬率的發生是否具有顯著性。

i. 異常報酬率之檢定

異常報酬率(Abnormal Return, AR)，即是以事件期的實際報酬率減去預期報酬率，如下所述：

$$AR_{iE} = R_{iE} - E(\hat{R}_{iE}) \dots\dots\dots (1)$$

AR_{iE} : i 公司在事件期 E 之異常報酬率

R_{iE} : 實際報酬率

$E(\hat{R}_{iE})$: 預期報酬率

ii. 平均異常報酬率之檢定

在算出(AR_{iE})個股因某事件的異常報酬率後，為降低干擾事件的影響，在沈中華與李建然(2000)文中提到需要將其研究範圍內樣本的異常報酬率平均，求得平均異常報酬率(Average AR, AAR)，如下：

$$AAR_E = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{iE} \dots\dots\dots (2)$$

AAR_E : 所有公司在事件期 E 之平均異常報酬率

AR_{iE} : i 公司在事件期 E 之異常報酬率

N: 公司個數

iii. 累積平均異常報酬率之檢定

此外研究者會依不同的目的或是某些因素，累加事件期間之平均異常報酬率，稱為累積平均異常報酬率(Cumulative AAR, CAAR)，如下：

$$CAAR(\tau_1, \tau_2) = \sum_{E=\tau_1}^{\tau_2} AAR_E \dots\dots\dots (3)$$

CAAR(τ_1, τ_2): 事件期中E中 τ_1 到 τ_2 到累積平均異常報酬率

AR_{iE}: 公司在事件期E之異常報酬率

4. 分析結果：依照研究的假設，對估計出來的數據及檢定的結果做出分析及解釋。

本文研究歷屆總統選舉對台灣上市加權股價指數與電子類股、電機類股、鋼鐵類股、塑膠類股、航運類股、紡織類股、食品類股、金融類股股價之影響，因此總統選舉即為本研究之事件。事件確定之後，然後是事件日(Event Day)的確定。值得注意的是，該事件日的認定，並不是該事件真正實際發生的時間點，而是該事件有關資訊讓證券市場接收到的時間點。故首要步驟，就是確定事件研究法的所要研究的事件與市場接收到的資訊時間，而從股價的反應，可以明確驗證出是否準確地認定發生的事件日。當然若是當時股票市場未開盤交易，例如總統大選日多為假日，在此時事件日的發生，即可以設定該事件發生之後的第一個股市交易日為事件日。

本文分析台灣股票市場報酬率對選舉起始時間日有何迅速之反應。事件分析法中的事件日即為選舉的日期，而後分析台灣股票市場在選舉的當日與後三十日之台股報酬率，是否會受到影響而作的分析。故本研究選取之資料為選舉的當日與後三十日的台灣上市公司日報酬率作為應變數進行分析。

在一般實證研究裡，將事件日定義為「t日」，以「-t日」為事件日之前第t個交易日，以「+t日」代表事件日後第t個交易日。例如將事件日定義為t=0表示，事件日前一天為t-1日，前二日定t-2期；事件日後期則為t+1日，後二日為t+2日，以此類推。至於事件期設定的長度沒有一定的標準。若事件期設定愈長，相對更易受到其他因素影響，優點是更能仔細觀察到該事件發生時，對該證

券市場的影響。目前在TEJ選擇以「日報酬」進行資料檢定，若遭遇事件日無法確定之情形時，通常會拉長事件期以提升觀察事件對股價影響的程度。

本文事件研究法之事件期間如下，研究期間(Study Period)：指事件日當日起至事件日後第 30 個交易日間之全部期間，不包含事件日在內共計 30 个交易日；係數估計期(Estimation Period)： $(t=-120\sim t=-1)$ 指自事件日前第 120 个交易日至事件日前第 1 个交易日共計 120 个交易日之期間，以此期間代入市場模式估計得出估計期相關截距或係數；觀察測試期 (Event Period)： $(t = 0\sim t =+30)$ 指事件日後第一個交易日至事件日後第 30 个交易日間，稱為「事件窗口」。本文用事件研究法檢驗 4 個不同事件日，並觀察總統大選對台灣整體股市以及不同類股之影響是否不同。

三、市場模式(Market Model)

本文以市場模式為研究方法，市場模式是以估計期為基期資料，估計某一事件宣告或是發生後，對於股價的影響，市場模式是用普通的最小平方法 (Ordinary Least Square；簡稱 OLS) 建立起來的迴歸模式。

市場模式的假設基礎是股價之預期報酬率與市場投資組合呈線性關係，且假設影響股票報酬率之來源為市場本身之風險與個別股票之風險，其目的在探討某一事件是否影響股價異常報酬率，就是透過觀察在事件日前後數天的股價異常報酬率是否異於零，以檢測此一事件造成股價異常報酬率的反應過程。本研究利用個別股價預期報酬率與個別股價實際報酬率之差額，從而計算台灣股市相關類股上市公司平均異常報酬率(Average Abnormal Returns；簡稱AAR或AR)及累積平均異常報酬率(Cumulative Average Abnormal Returns；簡稱CAAR或CAR)。

第三節 研究假說

從歷史經驗來看，當國內外傳來各種重大政治經濟事件消息時，無可避免會立刻衝擊市場股價行情，無論股價是上漲或是下跌，對投資人、產業本身、或是整體經濟前景，都會造成立即性的影響，所以一般相信，股價是具有市場效率的。本研究主題探討每當台灣有總統選舉事件，依照異常報酬率(AR)以及累積異常報酬率(AAR)的分析與統計方法，究竟對股票市場產生了哪些影響？所以本研究採實證研究驗證以下假設：

- 一、總統大選後的股價報酬對航運類股影響不顯著，但對於電子、電機及金融類股則有立即直接顯著的影響，存在異常報酬AR與累積異常報酬CAR。
- 二、總統大選結果若發生政黨輪替，則顯著對股市造成衝擊效應，導致股價走勢明顯。總統大選若發生執政黨連續執政，對股市的衝擊幅度較小，異常報酬率AR與累積異常報酬率CAR明顯為低。
- 三、台灣總統大選事件導致國內各類股的異常報酬現象，符合半強式效率市場假說。



第 肆 章 實 證 方 法 與 分 析

本章將所收集的樣本資料進行實證分析，利用事件研究法求出選舉日對台灣股票市場之平均異常報酬 AR 及累積平均異常報酬 CAR，本章分為兩小節，第一節不同選舉事件日對全體上市上櫃公司之平均異常報酬 AR 及累積平均異常報酬 CAR，第二節各產業類股在不同選舉事件日之平均異常報酬 AR 及累積平均異常報酬 CAR。

第一節 不同選舉事件日對整體上市公司之平均異常報酬及累積平

均異常報酬

取截至 2018 年 3 月台灣證券交易所統計資料，台股上市家數共有 932 家股價作統計分析：

一、 2004/03/20 總統大選(連續執政)

下表 肆 - 1 顯示 2004 總統大選對於整體股市的影響，觀察平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現除了 t10 及 t22 平均異常報酬率 (AR) 的值為 0.1017% 及 0.0772%，P 值呈現不明顯的顯著水準之外，其他各選舉事件日後大約有 99%~100% 的機率，整體股市會上漲或下跌。其中 P 值為 0 代表檢定結果顯著，亦即有 100% 的機率整體股市會上漲(正值)或下跌(負值)，依平均異常報酬率 (AR) 上漲(正值)或下跌(負值)的百分比幅度不一而定，但大多呈下跌局面。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，P 值為 0 表檢定結果顯著，代表有 100% 的機率整體股市會上漲(正值)或下跌(負值)，依平均累積異常報酬率 (CAR) 上漲(正值)或下跌(負值)的百分比幅度不一而定。整體來看，平均累積異常報酬率 (CAR) 皆呈下跌格局。

表 肆 - 1、2004/03/20 總統大選(連續執政)

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|---------|--------|---------|-----|
| t1 | -2.7214 | 0 | -2.7214 | 0 |
| t2 | -1.6196 | 0 | -4.3411 | 0 |
| t3 | -0.2603 | 0.0039 | -4.6014 | 0 |

續上頁

| | | | | |
|-----|---------|--------|----------|---|
| t4 | -1.2833 | 0 | -5.8847 | 0 |
| t5 | 2.0209 | 0 | -3.8638 | 0 |
| t6 | 1.3276 | 0 | -2.5362 | 0 |
| t7 | 0.4316 | 0 | -2.1046 | 0 |
| t8 | -0.3958 | 0 | -2.5005 | 0 |
| t9 | 0.5589 | 0 | -1.9416 | 0 |
| t10 | 0.1017 | 0.26 | -1.8399 | 0 |
| t11 | -0.2702 | 0.0028 | -2.1101 | 0 |
| t12 | -0.4982 | 0 | -2.6084 | 0 |
| t13 | -0.24 | 0.0079 | -2.8483 | 0 |
| t14 | -0.3618 | 0.0001 | -3.2101 | 0 |
| t15 | 0.6426 | 0 | -2.5674 | 0 |
| t16 | 0.3981 | 0 | -2.1693 | 0 |
| t17 | -0.3471 | 0.0001 | -2.5164 | 0 |
| t18 | -0.3599 | 0.0001 | -2.8763 | 0 |
| t19 | -0.2328 | 0.0099 | -3.1091 | 0 |
| t20 | -0.4552 | 0 | -3.5644 | 0 |
| t21 | -0.7282 | 0 | -4.2926 | 0 |
| t22 | 0.0772* | 0.3925 | -4.2154 | 0 |
| t23 | -0.7156 | 0 | -4.931 | 0 |
| t24 | -0.6968 | 0 | -5.6278 | 0 |
| t25 | -0.7826 | 0 | -6.4104 | 0 |
| t26 | -0.7111 | 0 | -7.1215 | 0 |
| t27 | -0.2909 | 0.0013 | -7.4124 | 0 |
| t28 | -1.0245 | 0 | -8.4369 | 0 |
| t29 | -1.1295 | 0 | -9.5664 | 0 |
| t30 | -1.4657 | 0 | -11.0321 | 0 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

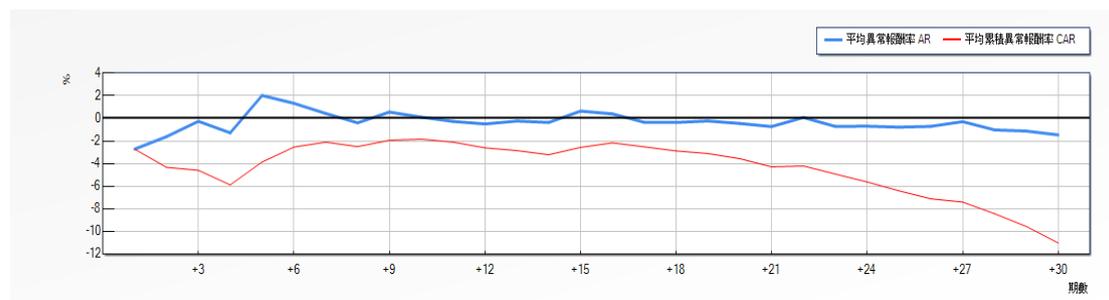


圖 肆 - 1、2004/03/20 總統大選(連續執政)

二、 2008/03/22 總統大選(政黨輪替)

下表 肆 - 2 顯示 2008 總統大選對於整體股市的影響，觀察平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現除了 t26 平均異常報酬率 (AR) 的值為 -0.0713%，P 值呈現不明顯的顯著水準之外，其他各選舉事件日後大約有 90%~100% 的機率，整體股市會上漲或下跌。P 值為 0 代表檢定結果顯著，亦即有 100% 的機率整體股市會上漲(正值)或下跌(負值)，依平均異常報酬率 (AR) 上漲(正值)或下跌(負值)的百分比幅度不一而定，但大多呈上漲局面。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，P 值為 0 表檢定結果顯著，代表有 100% 的機率整體股市會上漲(正值)或下跌(負值)，依平均累積異常報酬率 (CAR) 上漲(正值)或下跌(負值)的百分比幅度不一而定。整體來看，與 2004/03/20 總統大選後連續三十天股市收盤結果正好相反，平均累積異常報酬率 (CAR) 皆呈上漲格局。

表 肆 - 2、2008/03/22 總統大選(政黨輪替)

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|---------|--------|--------|-----|
| t1 | 0.9883 | 0 | 0.9883 | 0 |
| t2 | 0.6095 | 0 | 1.5978 | 0 |
| t3 | 1.0894 | 0 | 2.6873 | 0 |
| t4 | 0.6115 | 0 | 3.2988 | 0 |
| t5 | 0.524 | 0 | 3.8227 | 0 |
| t6 | 0.2543 | 0.0098 | 4.077 | 0 |
| t7 | -0.5965 | 0 | 3.4806 | 0 |
| t8 | 0.3854 | 0.0001 | 3.8659 | 0 |
| t9 | 0.4746 | 0 | 4.3405 | 0 |
| t10 | 0.1925 | 0.0507 | 4.533 | 0 |
| t11 | 0.4606 | 0 | 4.9936 | 0 |
| t12 | -0.2712 | 0.0059 | 4.7224 | 0 |
| t13 | -0.2464 | 0.0124 | 4.476 | 0 |
| t14 | 0.6704 | 0 | 5.1464 | 0 |
| t15 | 0.5802 | 0 | 5.7266 | 0 |
| t16 | 0.214 | 0.0299 | 5.9406 | 0 |
| t17 | -0.309 | 0.0017 | 5.6316 | 0 |
| t18 | 0.8725 | 0 | 6.5041 | 0 |
| t19 | -0.2915 | 0.0031 | 6.2125 | 0 |

續上頁

| | | | | |
|-----|----------|--------|--------|---|
| t20 | 0.7 | 0 | 6.9125 | 0 |
| t21 | 0.3664 | 0.0002 | 7.2789 | 0 |
| t22 | 0.1679 | 0.0883 | 7.4468 | 0 |
| t23 | -0.3777 | 0.0001 | 7.0691 | 0 |
| t24 | -1.1763 | 0 | 5.8927 | 0 |
| t25 | 0.551 | 0 | 6.4437 | 0 |
| t26 | -0.0713* | 0.469 | 6.3724 | 0 |
| t27 | -0.3421 | 0.0005 | 6.0303 | 0 |
| t28 | 0.9817 | 0 | 7.012 | 0 |
| t29 | -0.3728 | 0.0002 | 6.6391 | 0 |
| t30 | 0.3371 | 0.0006 | 6.9762 | 0 |

註:*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

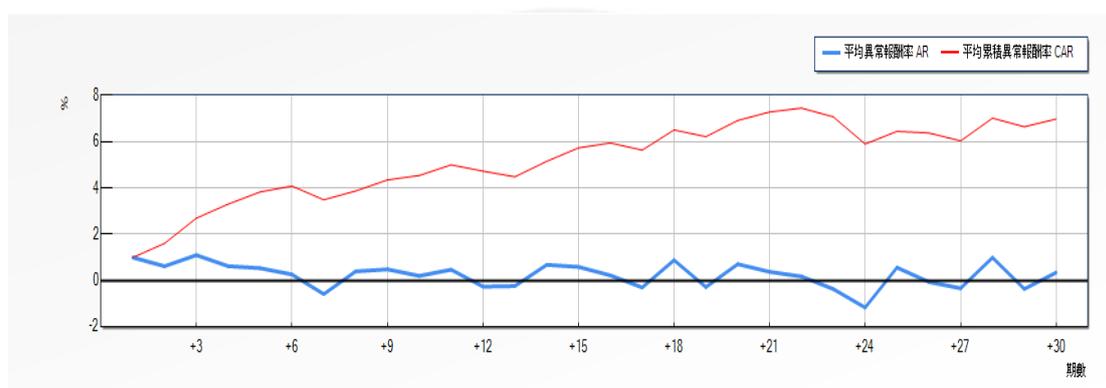


圖 肆 - 2、2008/03/22 總統大選(政黨輪替)

三、 2012/01/14 總統大選(連續執政)

下表 肆 - 3 顯示 2012 總統大選對於整體股市的影響，觀察平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現除了 t10、t15 及 t28 平均異常報酬率 (AR) 的值为 -0.0455%、0.0621% 及 -0.0842%，P 值呈現不明顯的顯著水準之外，其他各選舉事件日後大約有 95%~100% 的機率，整體股市會上漲或下跌。其中 P 值为 0 代表檢定結果顯著，亦即有 100% 的機率整體股市會上漲(正值)或下跌(負值)，依平均異常報酬率 (AR) 上漲(正值)或下跌(負值)的百分比幅度不一而定，但觀察出大多呈上漲局面。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，P 值为 0 表檢定結果顯著，代表有 100% 的機率整體股市會上漲(正值)或下跌(負值)，只是平均累積異常報酬率 (CAR) 上漲(正值)或下跌(負值)的百分比幅度不一。整體來看，與 2004/03/20 總統大選

後連續三十天股市收盤結果正好相反，平均累積異常報酬率(CAR)皆有 100%的機率呈上漲格局。

表 肆 - 3、2012/01/14 總統大選(連續執政)

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|-----------|--------|---------|-----|
| t1 | 0.573 | 0 | 0.573 | 0 |
| t2 | 0.224 | 0.0024 | 0.797 | 0 |
| t3 | 0.5804 | 0 | 1.3773 | 0 |
| t4 | 0.6233 | 0 | 2.0007 | 0 |
| t5 | 1.8365 | 0 | 3.8372 | 0 |
| t6 | 0.7601 | 0 | 4.5973 | 0 |
| t7 | 0.5555 | 0 | 5.1528 | 0 |
| t8 | 0.6701 | 0 | 5.8229 | 0 |
| t9 | -0.2602 | 0.0004 | 5.5627 | 0 |
| t10 | -0.0455** | 0.5379 | 5.5172 | 0 |
| t11 | 0.1683 | 0.0227 | 5.6855 | 0 |
| t12 | 0.603 | 0 | 6.2885 | 0 |
| t13 | 1.2086 | 0 | 7.4971 | 0 |
| t14 | 0.8111 | 0 | 8.3082 | 0 |
| t15 | 0.0621* | 0.401 | 8.3703 | 0 |
| t16 | 0.3381 | 0 | 8.7084 | 0 |
| t17 | -0.332 | 0 | 8.3764 | 0 |
| t18 | -0.1823 | 0.0136 | 8.1941 | 0 |
| t19 | 0.5175 | 0 | 8.7116 | 0 |
| t20 | 0.2124 | 0.004 | 8.924 | 0 |
| t21 | 0.1998 | 0.0069 | 9.1238 | 0 |
| t22 | 0.4881 | 0 | 9.6119 | 0 |
| t23 | -0.4592 | 0 | 9.1527 | 0 |
| t24 | -0.9829 | 0 | 8.1698 | 0 |
| t25 | 0.7685 | 0 | 8.9383 | 0 |
| t26 | 0.5561 | 0 | 9.4945 | 0 |
| t27 | 0.7838 | 0 | 10.2783 | 0 |
| t28 | -0.0842* | 0.2548 | 10.1941 | 0 |
| t29 | -1.0108 | 0 | 9.1834 | 0 |
| t30 | 0.432 | 0 | 9.6154 | 0 |

註:*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

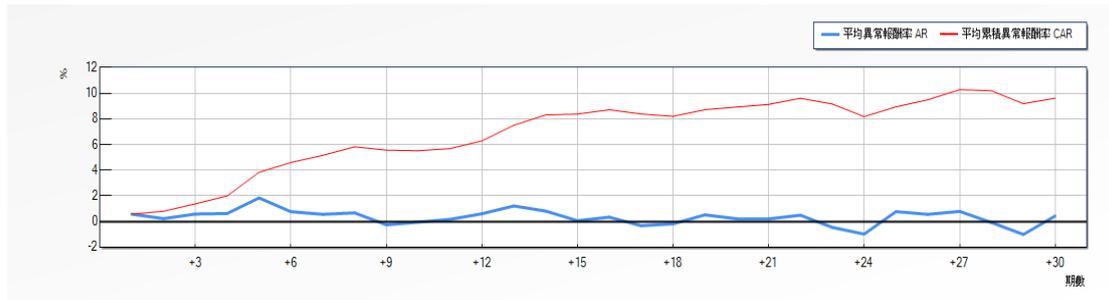


圖 肆 - 3、2012/01/14 總統大選(連續執政)

四、 2016/01/16 總統大選(政黨輪替)

下表 肆 - 4 顯示 2016 總統大選對於整體股市的影響，觀察平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現，平均異常報酬率 (AR) 的 P 值呈現明顯的顯著水準約佔三分之二，代表有 90%~100% 的機率整體股市會上漲(正值)或下跌(負值)，而上漲(正值)或下跌(負值)的天數各占一半，呈現股市震盪，漲跌互見的局面。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，整體看來，平均累積異常報酬率 (CAR) 的 P 值呈現不明顯的顯著水準約佔三分之二，而其餘呈現顯著水準的部分，大約有 90%~100% 的機率，多呈現下跌的走勢。

表 肆 - 4、2016/01/16 總統大選(政黨輪替)

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|---------|--------|---------|--------|
| t1 | 0.3367 | 0 | 0.3367 | 0 |
| t2 | 0.1709 | 0.0242 | 0.5076 | 0 |
| t3 | 0.1455 | 0.0549 | 0.6531 | 0 |
| t4 | -0.576 | 0 | 0.0772* | 0.6108 |
| t5 | -0.2367 | 0.0018 | -0.1595 | 0.3466 |
| t6 | 0.3104 | 0 | 0.1509 | 0.4166 |
| t7 | -0.2743 | 0.0003 | -0.1234 | 0.5383 |
| t8 | -0.1173 | 0.1219 | -0.2407 | 0.2617 |
| t9 | -0.9275 | 0 | -1.1682 | 0 |
| t10 | 0.2778 | 0.0002 | -0.8904 | 0.0002 |
| t11 | -0.2313 | 0.0023 | -1.1217 | 0 |
| t12 | 0.2697 | 0.0004 | -0.8519 | 0.0012 |
| t13 | 0.1177 | 0.1204 | -0.7342 | 0.0072 |
| t14 | 0.4067 | 0 | -0.3275 | 0.2483 |
| t15 | -0.182 | 0.0164 | -0.5094 | 0.0827 |

續上頁

| | | | | |
|-----|-----------|--------|----------|--------|
| t16 | 0.0475** | 0.5311 | -0.462 | 0.1276 |
| t17 | -0.3866 | 0 | -0.8485 | 0.0066 |
| t18 | 0.1121 | 0.1391 | -0.7364 | 0.022 |
| t19 | 0.1962 | 0.0096 | -0.5402 | 0.1021 |
| t20 | 0.5871 | 0 | 0.047** | 0.8898 |
| t21 | 0.0024*** | 0.9744 | 0.0494** | 0.887 |
| t22 | -0.4285 | 0 | -0.3791 | 0.2863 |
| t23 | 0.1282 | 0.0909 | -0.251 | 0.49 |
| t24 | 0.0698* | 0.3571 | -0.1812 | 0.6257 |
| t25 | -0.1433 | 0.0587 | -0.3245 | 0.392 |
| t26 | -0.252 | 0.0009 | -0.5764 | 0.1359 |
| t27 | 0.4786 | 0 | -0.0979* | 0.8038 |
| t28 | 0.3254 | 0 | 0.2275 | 0.5706 |
| t29 | 0.2063 | 0.0065 | 0.4338 | 0.288 |
| t30 | -0.0575* | 0.4481 | 0.3763 | 0.3648 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

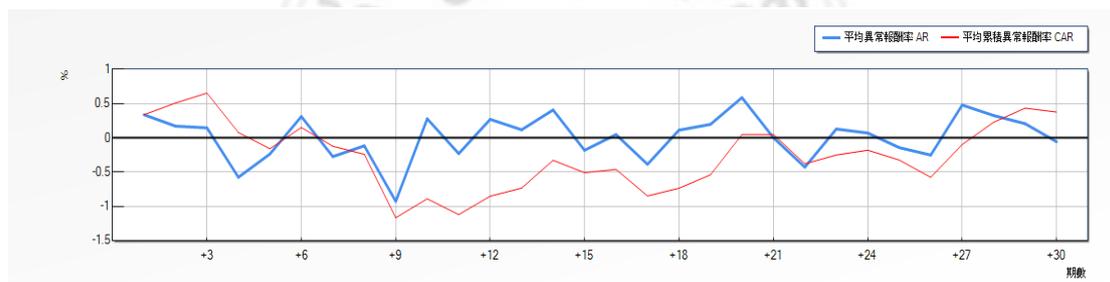


圖 肆 - 4、2016/01/16 總統大選(政黨輪替)

第二節 各產業在不同選舉事件日之 AR 及 CAR

一、 2004/03/20 總統大選(連續執政)

(一) 2004/03/20 總統大選對電子類股的影響

下表 肆 - 5 顯示 2004 總統大選對於電子類股的影響，觀察平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現除了 t3、t13 及 t14 平均異常報酬率 (AR) 的值为 0.0014%、-0.0072% 及 0.0633%，P 值呈現不明顯的顯著水準之外，其他各選舉事件日後大約有 90%~100% 的機率，整體股市會上漲或下跌。其中 P 值为 0 代表檢定

結果顯著，亦即有 100%的機率整體股市會上漲(正值)或下跌(負值)，依平均異常報酬率(AR)上漲(正值)或下跌(負值)的百分比幅度不一而定，但觀察出前期緩步走升，但第 20 天後一路下跌。

在平均累積異常報酬率(CAR)的部分，P 值為 0 表檢定結果顯著，代表有 100%的機率整體股市會上漲(正值)或下跌(負值)，依平均累積異常報酬率(CAR)上漲(正值)或下跌(負值)的百分比幅度不一而定。整體來看，平均累積異常報酬率(CAR)在選後 30 天的事件期內呈峰值變化，反轉直下的走勢。電子類股的平均累積異常報酬率(CAR)在事件窗口在 t=(7, 25)皆呈現著 99%~100%的機率的高顯著水準，在事件窗口 t=(19, 30)平均累積異常報酬率跌幅更高達 7.5894%。

表 肆 - 5、2004/03/20 總統大選對電子類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|------------|--------|---------|--------|
| t1 | -2.6497 | 0 | -2.6497 | 0 |
| t2 | 0.3913 | 0.0022 | -2.2584 | 0 |
| t3 | 0.0014*** | 0.9911 | -2.257 | 0 |
| t4 | -0.6034 | 0 | -2.8604 | 0 |
| t5 | 2.6635 | 0 | -0.1969 | 0.49 |
| t6 | 0.5772 | 0 | 0.3803 | 0.2234 |
| t7 | 0.3522 | 0.0058 | 0.7325 | 0.0299 |
| t8 | 1.0311 | 0 | 1.7635 | 0 |
| t9 | 0.3431 | 0.0071 | 2.1067 | 0 |
| t10 | 1.5885 | 0 | 3.6952 | 0 |
| t11 | -0.7567 | 0 | 2.9385 | 0 |
| t12 | -0.4481 | 0.0004 | 2.4904 | 0 |
| t13 | -0.0072*** | 0.955 | 2.4832 | 0 |
| t14 | 0.0633* | 0.6197 | 2.5465 | 0 |
| t15 | 1.0411 | 0 | 3.5876 | 0 |
| t16 | 0.6312 | 0 | 4.2188 | 0 |
| t17 | 0.5124 | 0.0001 | 4.7312 | 0 |
| t18 | -0.283 | 0.0265 | 4.4481 | 0 |
| t19 | 0.4166 | 0.0011 | 4.8647 | 0 |
| t20 | -0.2425 | 0.0572 | 4.6222 | 0 |
| t21 | -0.7434 | 0 | 3.8788 | 0 |
| t22 | -0.4596 | 0.0003 | 3.4192 | 0 |
| t23 | -0.3253 | 0.0107 | 3.0938 | 0 |
| t24 | -0.6241 | 0 | 2.4697 | 0.0001 |

續上頁

| | | | | |
|-----|---------|--------|---------|--------|
| t25 | -1.2377 | 0 | 1.232 | 0.0534 |
| t26 | -0.8759 | 0 | 0.3561 | 0.584 |
| t27 | -0.5492 | 0 | -0.1931 | 0.7708 |
| t28 | -0.3865 | 0.0024 | -0.5796 | 0.3904 |
| t29 | -0.9081 | 0 | -1.4877 | 0.0303 |
| t30 | -1.237 | 0 | -2.7247 | 0.0001 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

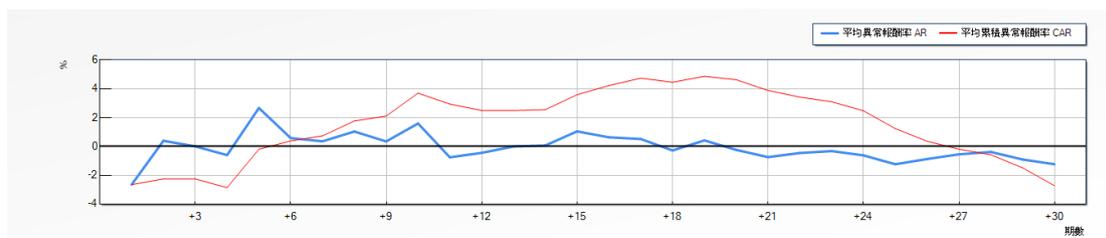


圖 肆 - 5、2004/03/20 總統大選對電子類股的影響

(二) 2004/03/20 總統大選對電機類股的影響

下表 肆 - 6 顯示 2004 總統大選對於電機類股的影響，觀察平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現約莫有一半的天數 P 值呈現不明顯的顯著水準之外，其他 P 值呈現明顯顯著水準的部份，大約有 90%~100%的機率，整體股市多呈下跌走勢。其中 P 值為 0 代表檢定結果顯著，亦即有 100%的機率整體股市會上漲(正值)或下跌(負值)，依平均異常報酬率(AR)上漲(正值)或下跌(負值)的百分比幅度不一而定。

在平均累積異常報酬率(CAR)的部分，整體來看，平均累積異常報酬率(CAR)皆有 90%~100%的機率呈現下跌的走勢。電機類股的平均累積異常報酬率(CAR)在事件窗口在 $t=(1, 30)$ 皆呈現著 90%~100%的機率負報酬的高顯著水準，在事件窗口 $t=(1, 30)$ 平均累積異常報酬率跌幅更高達 12.0024%。

表 肆 - 6、2004/03/20 總統大選對電機類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|---------|--------|---------|--------|
| t1 | -2.869 | 0 | -2.869 | 0 |
| t2 | -0.9752 | 0.0044 | -3.8442 | 0 |
| t3 | -0.338 | 0.3237 | -4.1822 | 0 |
| t4 | -1.4892 | 0 | -5.6714 | 0 |
| t5 | 2.3114 | 0 | -3.36 | 0 |
| t6 | 1.0103 | 0.0032 | -2.3497 | 0.0051 |

續上頁

| | | | | |
|-----|---------|--------|----------|--------|
| t7 | 0.213 | 0.5341 | -2.1367 | 0.0184 |
| t8 | -0.6797 | 0.0472 | -2.8164 | 0.0036 |
| t9 | 0.8069 | 0.0185 | -2.0095 | 0.0505 |
| t10 | -0.0374 | 0.913 | -2.0469 | 0.0588 |
| t11 | -0.7085 | 0.0386 | -2.7554 | 0.0153 |
| t12 | -0.2339 | 0.4947 | -2.9893 | 0.0117 |
| t13 | -0.7464 | 0.0293 | -3.7357 | 0.0025 |
| t14 | -0.8348 | 0.0148 | -4.5705 | 0.0004 |
| t15 | 0.0954* | 0.7805 | -4.4751 | 0.0007 |
| t16 | -0.2558 | 0.4551 | -4.7309 | 0.0006 |
| t17 | -0.3197 | 0.3505 | -5.0506 | 0.0003 |
| t18 | 0.3477 | 0.31 | -4.7029 | 0.0012 |
| t19 | -0.5879 | 0.086 | -5.2908 | 0.0004 |
| t20 | -0.2714 | 0.4281 | -5.5623 | 0.0003 |
| t21 | -1.1918 | 0.0005 | -6.754 | 0 |
| t22 | -0.2189 | 0.5228 | -6.9729 | 0 |
| t23 | -0.5498 | 0.1085 | -7.5227 | 0 |
| t24 | -0.3974 | 0.2459 | -7.9201 | 0 |
| t25 | -1.4713 | 0 | -9.3914 | 0 |
| t26 | -1.3808 | 0.0001 | -10.7722 | 0 |
| t27 | -0.2332 | 0.496 | -11.0054 | 0 |
| t28 | -0.877 | 0.0104 | -11.8824 | 0 |
| t29 | -1.3894 | 0 | -13.2718 | 0 |
| t30 | -1.5996 | 0 | -14.8714 | 0 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

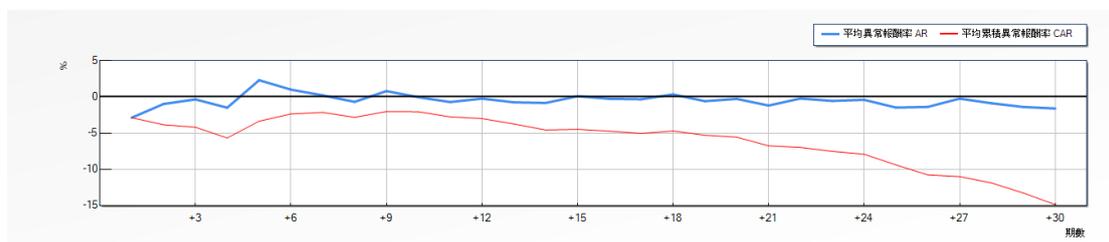


圖 肆 - 6、2004/03/20 總統大選對電機類股的影響

(三) 2004/03/20 總統大選對鋼鐵類股的影響

下表 肆 - 7 顯示 2004 總統大選對於鋼鐵類股的影響，觀察平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現僅有七天 P 值呈現不明顯的顯著水準之外，其他 P

值呈現明顯顯著水準的部份，大約有 90%~100%的機率，整體股市多呈下跌走勢。其中 P 值為 0 代表檢定結果顯著，亦即有 100%的機率整體股市會上漲(正值)或下跌(負值)，依平均異常報酬率(AR)上漲(正值)或下跌(負值)的百分比幅度不一而定。

在平均累積異常報酬率(CAR)的部分，除了 t6~t9 呈現不明顯的顯著水準之外，其他平均累積異常報酬率(CAR)皆有 90%~100%的機率呈現一路下跌的走勢。鋼鐵類股的平均累積異常報酬率(CAR)在事件窗口在 t=(10, 30)皆呈現著 99%~100%的機率負報酬的高顯著水準，在事件窗口 t=(10, 30)平均累積異常報酬率跌幅更高達 19.5755%。

表 肆 - 7、2004/03/20 總統大選對鋼鐵類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|---------|--------|----------|--------|
| t1 | -2.3363 | 0 | -2.3363 | 0 |
| t2 | -3.5496 | 0 | -5.8859 | 0 |
| t3 | 1.1493 | 0.02 | -4.7366 | 0 |
| t4 | -1.2477 | 0.0115 | -5.9843 | 0 |
| t5 | 0.1672 | 0.735 | -5.8171 | 0 |
| t6 | 4.2219 | 0 | -1.5952 | 0.1874 |
| t7 | 0.8858 | 0.0729 | -0.7094 | 0.5873 |
| t8 | -1.1926 | 0.0158 | -1.902 | 0.1734 |
| t9 | -0.5043 | 0.3073 | -2.4063 | 0.1044 |
| t10 | -3.0666 | 0 | -5.4728 | 0.0005 |
| t11 | 1.3436 | 0.0065 | -4.1292 | 0.0117 |
| t12 | 0.5096 | 0.3023 | -3.6196 | 0.0344 |
| t13 | -1.6652 | 0.0007 | -5.2849 | 0.003 |
| t14 | 0.2454 | 0.6194 | -5.0395 | 0.0064 |
| t15 | -3.14 | 0 | -8.1795 | 0 |
| t16 | 1.5809 | 0.0014 | -6.5986 | 0.0008 |
| t17 | -3.6319 | 0 | -10.2306 | 0 |
| t18 | -0.292 | 0.5545 | -10.5225 | 0 |
| t19 | -1.3241 | 0.0073 | -11.8467 | 0 |
| t20 | -0.9595 | 0.0521 | -12.8062 | 0 |
| t21 | -1.7592 | 0.0004 | -14.5653 | 0 |
| t22 | 1.3593 | 0.0059 | -13.206 | 0 |
| t23 | -0.9058 | 0.0667 | -14.1118 | 0 |
| t24 | 0.3388 | 0.4927 | -13.7729 | 0 |

續上頁

| | | | | |
|-----|---------|--------|----------|---|
| t25 | 0.5649 | 0.2528 | -13.208 | 0 |
| t26 | -2.2645 | 0 | -15.4725 | 0 |
| t27 | -1.9336 | 0.0001 | -17.4061 | 0 |
| t28 | -3.6376 | 0 | -21.0437 | 0 |
| t29 | -1.5906 | 0.0013 | -22.6343 | 0 |
| t30 | -2.414 | 0 | -25.0483 | 0 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

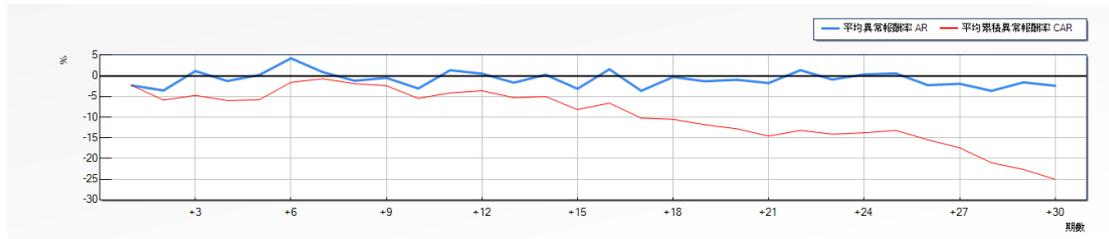


圖 肆 - 7、2004/03/20 總統大選對鋼鐵類股的影響

(四) 2004/03/20 總統大選對化工類股的影響

下表 肆 - 8 顯示 2004 總統大選對於化工類股的影響，在平均異常報酬率(AR)的部分，資料中可以發現總統大選後 30 天 P 值幾乎多呈現不明顯的顯著水準，平均異常報酬率(AR)亦多呈負數，代表整體股市亦多呈向下的趨勢發展。

在平均累積異常報酬率(CAR)的部分，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天除了前後幾天呈現明顯的顯著水準之外，其他平均累積異常報酬率(CAR)皆呈現不明顯的顯著水準，且呈現一路下跌的走勢。化工類股的平均累積異常報酬率(CAR)在事件窗口在 t=(1, 4)皆呈現著 100%的機率負報酬的高顯著水準，在事件窗口 t=(6, 30)平均累積異常報酬率跌幅更高達 7.6888%。

表 肆 - 8、2004/03/20 總統大選對化工類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|-----------|--------|---------|--------|
| t1 | -2.5142 | 0 | -2.5142 | 0 |
| t2 | -1.0976 | 0.0079 | -3.6118 | 0 |
| t3 | 0.5139 | 0.2135 | -3.0979 | 0 |
| t4 | -0.9247 | 0.0252 | -4.0226 | 0 |
| t5 | 2.8248 | 0 | -1.1978 | 0.1947 |
| t6 | 0.5224 | 0.206 | -0.6754 | 0.5045 |
| t7 | -0.0269** | 0.9481 | -0.7023 | 0.5205 |
| t8 | -0.8612 | 0.0371 | -1.5634 | 0.1809 |

續上頁

| | | | | |
|-----|---------|--------|---------|--------|
| t9 | 0.3399 | 0.4106 | -1.2235 | 0.3235 |
| t10 | 0.4472 | 0.2789 | -0.7763 | 0.5523 |
| t11 | 0.1288 | 0.7551 | -0.6474 | 0.6365 |
| t12 | -0.4495 | 0.2766 | -1.0969 | 0.4434 |
| t13 | -0.5103 | 0.2167 | -1.6072 | 0.2805 |
| t14 | -0.5538 | 0.1801 | -2.161 | 0.1621 |
| t15 | 0.9747 | 0.0183 | -1.1862 | 0.4584 |
| t16 | 0.3589 | 0.385 | -0.8274 | 0.6166 |
| t17 | -0.5872 | 0.1552 | -1.4146 | 0.4062 |
| t18 | -0.5237 | 0.2049 | -1.9383 | 0.2687 |
| t19 | 0.0521* | 0.8997 | -1.8862 | 0.2948 |
| t20 | -0.453 | 0.2728 | -2.3392 | 0.2054 |
| t21 | -0.4742 | 0.251 | -2.8134 | 0.1372 |
| t22 | 0.4958 | 0.23 | -2.3176 | 0.2316 |
| t23 | -0.527 | 0.2021 | -2.8446 | 0.151 |
| t24 | 0.6816 | 0.0989 | -2.1629 | 0.2852 |
| t25 | -0.6544 | 0.1131 | -2.8174 | 0.1725 |
| t26 | -0.168 | 0.6842 | -2.9854 | 0.1564 |
| t27 | -0.5211 | 0.2071 | -3.5065 | 0.1023 |
| t28 | -1.1252 | 0.0065 | -4.6317 | 0.0341 |
| t29 | -2.133 | 0 | -6.7647 | 0.0024 |
| t30 | -1.5995 | 0.0001 | -8.3642 | 0.0002 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

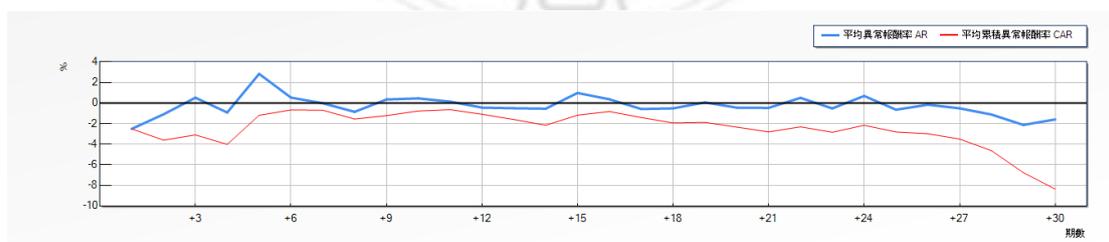


圖 肆 - 8、2004/03/20 總統大選對化工類股的影響

(五) 2004/03/20 總統大選對塑膠類股的影響

下表 肆 - 9 顯示 2004 總統大選對於塑膠類股的影響，在平均異常報酬率(AR)的部分，資料中可以發現總統大選後 30 天 P 值明顯與不明顯的顯著水準約各佔一半，整體股市平均異常報酬率(AR)亦多呈負數，代表整體股市亦多呈向下的趨勢發展。

在平均累積異常報酬率(CAR)的部分，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天內平均累積異常報酬率(CAR)多呈現明顯的顯著水準，且平均累積異常報酬率(CAR) 不論呈現明顯或不明顯的顯著水準，平均累積異常報酬率(CAR)皆是負數，代表當年選後連續 30 天，全體股民在股票市場中蒙受巨額投資損失。塑膠類股的平均累積異常報酬率(CAR)在事件窗口在 t=(21, 30)皆呈現著 90%~100%的機率負報酬的顯著水準，在事件窗口 t=(21, 30)平均累積異常報酬率跌幅更高達 6.2519%。

表 肆 - 9、2004/03/20 總統大選對塑膠類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|-----------|--------|---------|--------|
| t1 | -3.7588 | 0 | -3.7588 | 0 |
| t2 | -2.5499 | 0 | -6.3087 | 0 |
| t3 | 1.992 | 0 | -4.3167 | 0 |
| t4 | -0.926 | 0.0363 | -5.2427 | 0 |
| t5 | 2.1886 | 0 | -3.0541 | 0.002 |
| t6 | 0.9441 | 0.0328 | -2.11 | 0.0515 |
| t7 | -0.0423** | 0.9239 | -2.1523 | 0.0659 |
| t8 | -0.5127 | 0.2464 | -2.6651 | 0.0332 |
| t9 | 0.8381 | 0.0581 | -1.8269 | 0.1686 |
| t10 | -0.4331 | 0.3275 | -2.2601 | 0.1062 |
| t11 | 0.6955 | 0.1159 | -1.5646 | 0.2863 |
| t12 | -0.663 | 0.1339 | -2.2276 | 0.1461 |
| t13 | -0.3732 | 0.3989 | -2.6008 | 0.103 |
| t14 | -0.7858 | 0.0757 | -3.3866 | 0.0408 |
| t15 | 0.3446 | 0.436 | -3.042 | 0.0758 |
| t16 | 1.5099 | 0.0006 | -1.5321 | 0.3866 |
| t17 | -1.0813 | 0.0145 | -2.6134 | 0.1519 |
| t18 | 1.0452 | 0.0181 | -1.5682 | 0.4034 |
| t19 | -1.2197 | 0.0058 | -2.7879 | 0.1482 |
| t20 | 0.1261 | 0.7756 | -2.6618 | 0.1785 |
| t21 | -1.2422 | 0.005 | -3.904 | 0.0541 |
| t22 | -0.3712 | 0.4014 | -4.2752 | 0.0394 |
| t23 | -0.3589 | 0.4173 | -4.634 | 0.0289 |
| t24 | -0.5562 | 0.2087 | -5.1902 | 0.0166 |
| t25 | 1.0771 | 0.0149 | -4.113 | 0.063 |
| t26 | -1.1631 | 0.0086 | -5.2762 | 0.0193 |

續上頁

| | | | | |
|-----|---------|--------|----------|--------|
| t27 | -0.5678 | 0.1993 | -5.844 | 0.011 |
| t28 | -0.8818 | 0.0462 | -6.7258 | 0.0041 |
| t29 | -2.2711 | 0 | -8.9969 | 0.0002 |
| t30 | -1.159 | 0.0088 | -10.1559 | 0 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

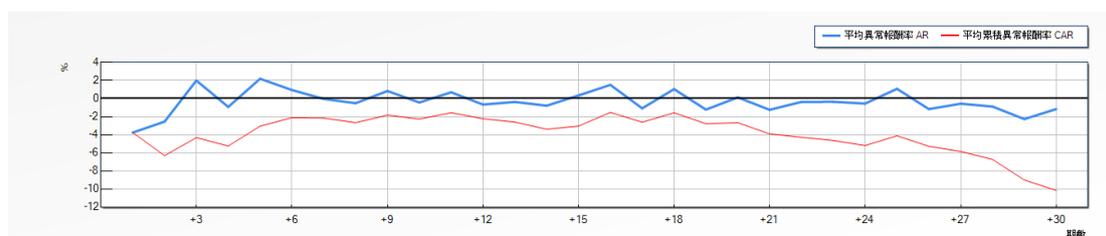


圖 肆 - 9、2004/03/20 總統大選對塑膠類股的影響

(六) 2004/03/20 總統大選對航運類股的影響

下表 肆 - 10 顯示 2004 總統大選對於航運類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現總統大選後 30 天 P 值明顯與不明顯的顯著水準約各佔一半，整體股市平均異常報酬率 (AR) 亦多呈負數，代表整體股市亦多呈向下的趨勢發展。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天內平均累積異常報酬率 (CAR) 皆呈現明顯的顯著水準，且平均累積異常報酬率 (CAR) 皆是負數並急遽擴大，代表當年選後連續 30 天，股民在航運類股中蒙受巨大投資損失。航運類股的平均累積異常報酬率 (CAR) 在事件窗口在 $t=(1, 30)$ 皆呈現著 100% 的機率負報酬的高顯著水準，在事件窗口 $t=(1, 30)$ 平均累積異常報酬率跌幅更高達 32.6257%。

表 肆 - 10、2004/03/20 總統大選對航運類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|---------|--------|----------|-----|
| t1 | -3.9531 | 0 | -3.9531 | 0 |
| t2 | -5.6411 | 0 | -9.5942 | 0 |
| t3 | -0.747 | 0.242 | -10.3412 | 0 |
| t4 | -2.969 | 0 | -13.3102 | 0 |
| t5 | 1.5358 | 0.0162 | -11.7744 | 0 |
| t6 | 0.6924 | 0.2781 | -11.082 | 0 |
| t7 | -0.3051 | 0.6327 | -11.3871 | 0 |
| t8 | -2.7045 | 0 | -14.0917 | 0 |

續上頁

| | | | | |
|-----|---------|--------|----------|---|
| t9 | -0.1409 | 0.8253 | -14.2326 | 0 |
| t10 | -2.6262 | 0 | -16.8588 | 0 |
| t11 | 0.2117 | 0.7403 | -16.6472 | 0 |
| t12 | -1.08 | 0.0907 | -17.7271 | 0 |
| t13 | -1.0955 | 0.0862 | -18.8226 | 0 |
| t14 | -1.9346 | 0.0024 | -20.7572 | 0 |
| t15 | 0.778 | 0.223 | -19.9793 | 0 |
| t16 | -0.5353 | 0.4018 | -20.5145 | 0 |
| t17 | -1.507 | 0.0183 | -22.0215 | 0 |
| t18 | -0.984 | 0.1233 | -23.0056 | 0 |
| t19 | -1.6081 | 0.0118 | -24.6136 | 0 |
| t20 | -1.3091 | 0.0403 | -25.9227 | 0 |
| t21 | 0.6466 | 0.3112 | -25.2761 | 0 |
| t22 | -0.2798 | 0.6612 | -25.5559 | 0 |
| t23 | -0.3383 | 0.5962 | -25.8942 | 0 |
| t24 | -2.0304 | 0.0015 | -27.9246 | 0 |
| t25 | -1.4285 | 0.0253 | -29.3531 | 0 |
| t26 | -2.3948 | 0.0002 | -31.7479 | 0 |
| t27 | -0.2494 | 0.6961 | -31.9972 | 0 |
| t28 | -1.3302 | 0.0372 | -33.3275 | 0 |
| t29 | -2.3199 | 0.0003 | -35.6473 | 0 |
| t30 | -0.9314 | 0.1446 | -36.5788 | 0 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

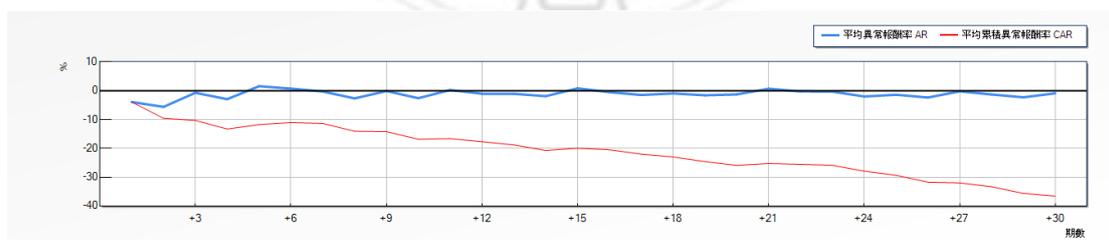


圖 肆 - 10、2004/03/20 總統大選對航運類股的影響

(七) 2004/03/20 總統大選對紡織類股的影響

下表 肆 - 11 顯示 2004 總統大選對於紡織類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現總統大選後 30 天 P 值 95%~100% 機率顯著水準約佔多數，整體股市平均異常報酬率 (AR) 亦多呈負數，代表整體股市表現不佳。

在平均累積異常報酬率(CAR)的部分，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天內平均累積異常報酬率(CAR)多呈現明顯的顯著水準，且平均累積異常報酬率(CAR)皆是負數，代表當年選後連續 30 天，股民在紡織類股中蒙受投資損失無法獲利。紡織類股的平均累積異常報酬率(CAR)在兩個事件窗口 $t=(1, 16)$ 及 $t=(18, 30)$ 皆呈現著 90%~100%的機率負報酬的高顯著水準，在事件窗口 $t=(17, 30)$ 平均累積異常報酬率跌幅更高達 7.4226%。

表 肆 - 11、2004/03/20 總統大選對紡織類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|----------|--------|---------|--------|
| t1 | -3.2581 | 0 | -3.2581 | 0 |
| t2 | -3.275 | 0 | -6.5331 | 0 |
| t3 | -1.0741 | 0.0039 | -7.6072 | 0 |
| t4 | -1.5281 | 0 | -9.1353 | 0 |
| t5 | 1.2752 | 0.0006 | -7.8601 | 0 |
| t6 | 2.1144 | 0 | -5.7457 | 0 |
| t7 | -0.1519 | 0.6828 | -5.8976 | 0 |
| t8 | -1.2337 | 0.0009 | -7.1313 | 0 |
| t9 | 0.8005 | 0.0313 | -6.3309 | 0 |
| t10 | 0.344 | 0.3547 | -5.9869 | 0 |
| t11 | 2.0812 | 0 | -3.9057 | 0.0015 |
| t12 | 0.4675 | 0.2085 | -3.4382 | 0.0076 |
| t13 | -0.4688 | 0.2072 | -3.907 | 0.0036 |
| t14 | -0.5475 | 0.1407 | -4.4545 | 0.0014 |
| t15 | 1.3701 | 0.0002 | -3.0844 | 0.0321 |
| t16 | -0.0539* | 0.8847 | -3.1383 | 0.0348 |
| t17 | 0.8263 | 0.0262 | -2.312 | 0.1314 |
| t18 | -1.406 | 0.0002 | -3.718 | 0.0184 |
| t19 | -0.4812 | 0.1955 | -4.1992 | 0.0095 |
| t20 | -1.1455 | 0.0021 | -5.3448 | 0.0013 |
| t21 | -0.6525 | 0.0792 | -5.9973 | 0.0004 |
| t22 | 1.9963 | 0 | -4.001 | 0.0217 |
| t23 | -1.0319 | 0.0055 | -5.0329 | 0.0048 |
| t24 | -1.1748 | 0.0016 | -6.2077 | 0.0007 |
| t25 | -1.1938 | 0.0013 | -7.4015 | 0.0001 |
| t26 | 0.2871 | 0.4399 | -7.1144 | 0.0002 |
| t27 | 1.0676 | 0.0041 | -6.0468 | 0.0017 |
| t28 | -1.0604 | 0.0043 | -7.1072 | 0.0003 |

續上頁

| | | | | |
|-----|---------|--------|---------|--------|
| t29 | -0.6269 | 0.0917 | -7.7341 | 0.0001 |
| t30 | -2.0005 | 0 | -9.7346 | 0 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

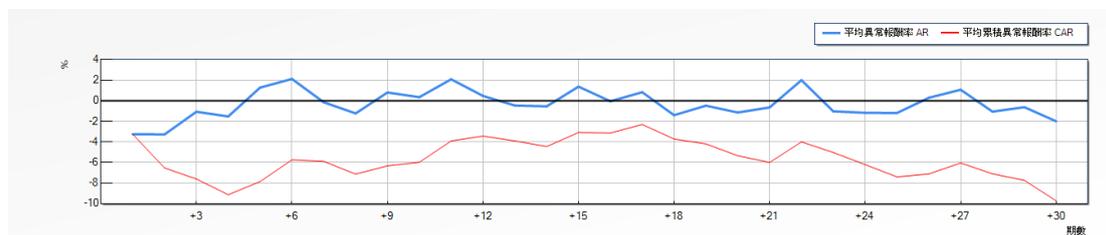


圖 肆 - 11、2004/03/20 總統大選對紡織類股的影響

(八) 2004/03/20 總統大選對食品類股的影響

下表 肆 - 12 顯示 2004 總統大選對於食品類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現當年總統大選後 30 天 P 值 90%~100% 機率顯著水準約佔多數，整體股市平均異常報酬率 (AR) 亦多呈負數，代表整體股市表現不佳。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天內平均累積異常報酬率 (CAR) 皆呈現明顯的顯著水準，且平均累積異常報酬率 (CAR) 皆是負數並持續擴大，代表當年選後連續 30 天，股民在紡織類股中蒙受巨大投資損失。食品類股的平均累積異常報酬率 (CAR) 在事件窗口在 $t=(1, 30)$ 皆呈現著 99%~100% 的機率負報酬的高顯著水準，在事件窗口 $t=(1, 30)$ 平均累積異常報酬率跌幅更高達 16.7328%。

表 肆 - 12、2004/03/20 總統大選對食品類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|---------|--------|---------|--------|
| t1 | -4.0245 | 0 | -4.0245 | 0 |
| t2 | -4.7206 | 0 | -8.7452 | 0 |
| t3 | 0.6013 | 0.2421 | -8.1439 | 0 |
| t4 | -1.7953 | 0.0005 | -9.9392 | 0 |
| t5 | 2.6117 | 0 | -7.3275 | 0 |
| t6 | 2.4523 | 0 | -4.8752 | 0.0001 |
| t7 | -0.9074 | 0.0775 | -5.7827 | 0 |
| t8 | -2.3616 | 0 | -8.1442 | 0 |
| t9 | 0.7136 | 0.1651 | -7.4306 | 0 |
| t10 | -1.4201 | 0.0057 | -8.8507 | 0 |
| t11 | 0.0657* | 0.8983 | -8.785 | 0 |

續上頁

| | | | | |
|-----|---------|--------|----------|---|
| t12 | -1.478 | 0.004 | -10.263 | 0 |
| t13 | -0.3276 | 0.5239 | -10.5906 | 0 |
| t14 | -0.9847 | 0.0554 | -11.5754 | 0 |
| t15 | 1.8418 | 0.0003 | -9.7336 | 0 |
| t16 | 1.1101 | 0.0308 | -8.6235 | 0 |
| t17 | -0.4799 | 0.3505 | -9.1034 | 0 |
| t18 | -1.7001 | 0.0009 | -10.8035 | 0 |
| t19 | -0.5425 | 0.2912 | -11.346 | 0 |
| t20 | -0.8554 | 0.0961 | -12.2014 | 0 |
| t21 | -0.2874 | 0.5761 | -12.4887 | 0 |
| t22 | -0.6426 | 0.2112 | -13.1313 | 0 |
| t23 | -1.4038 | 0.0063 | -14.5351 | 0 |
| t24 | -1.0865 | 0.0345 | -15.6216 | 0 |
| t25 | -0.8057 | 0.117 | -16.4273 | 0 |
| t26 | -0.9003 | 0.0799 | -17.3276 | 0 |
| t27 | 1.2221 | 0.0174 | -16.1054 | 0 |
| t28 | -1.4278 | 0.0055 | -17.5333 | 0 |
| t29 | -1.6011 | 0.0018 | -19.1344 | 0 |
| t30 | -1.6229 | 0.0016 | -20.7573 | 0 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

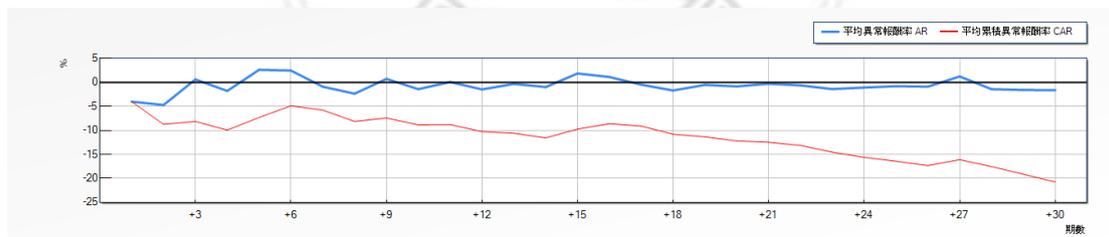


圖 肆 - 12、2004/03/20 總統大選對食品類股的影響

(九) 2004/03/20 總統大選對金融類股的影響

下表 肆 - 13 顯示 2004 總統大選對於金融類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現當年總統大選後 30 天 P 值 95%~100% 機率顯著水準約佔一半以上，整體股市平均異常報酬率 (AR) 正數與負數約各佔一半，相較於其他類股報酬，下滑的趨勢較為和緩，整體股市呈漲跌互見的局面。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天內平均累積異常報酬率 (CAR) 多呈現不明顯的顯著水準，平均累積異常報酬率

(CAR)亦多呈現負數，整體趨勢仍向下發展，代表當年選後連續 30 天，股民在金融類股中無法獲利。

表 肆 - 13、2004/03/20 總統大選對金融類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|---------|--------|-----------|--------|
| t1 | 0.1191 | 0.7111 | 0.1191 | 0.7111 |
| t2 | -2.2311 | 0 | -2.112 | 0 |
| t3 | 1.7222 | 0 | -0.3898 | 0.4841 |
| t4 | -1.3652 | 0 | -1.755 | 0.0064 |
| t5 | -0.1123 | 0.7268 | -1.8673 | 0.0094 |
| t6 | 2.4251 | 0 | 0.5578 | 0.4789 |
| t7 | 1.4132 | 0 | 1.971 | 0.0205 |
| t8 | -1.5286 | 0 | 0.4424 | 0.6267 |
| t9 | 0.4073 | 0.2053 | 0.8497 | 0.3785 |
| t10 | -1.3019 | 0.0001 | -0.4522 | 0.6565 |
| t11 | -0.4433 | 0.1681 | -0.8955 | 0.4011 |
| t12 | -0.4598 | 0.1528 | -1.3554 | 0.2238 |
| t13 | 1.2016 | 0.0002 | -0.1538 | 0.8945 |
| t14 | 0.1136 | 0.724 | -0.0403** | 0.9733 |
| t15 | -0.1114 | 0.729 | -0.1517 | 0.9031 |
| t16 | -0.2238 | 0.4865 | -0.3755 | 0.7703 |
| t17 | -2.1972 | 0 | -2.5727 | 0.0524 |
| t18 | 0.4758 | 0.139 | -2.0969 | 0.1243 |
| t19 | -0.2541 | 0.4294 | -2.3511 | 0.0935 |
| t20 | 0.7044 | 0.0285 | -1.6467 | 0.2522 |
| t21 | 0.8286 | 0.01 | -0.8181 | 0.5788 |
| t22 | 1.4234 | 0 | 0.6054 | 0.6882 |
| t23 | -1.4104 | 0 | -0.8051 | 0.6017 |
| t24 | -0.9893 | 0.0021 | -1.7944 | 0.2547 |
| t25 | -0.5815 | 0.0706 | -2.3759 | 0.1395 |
| t26 | 1.3157 | 0 | -1.0602 | 0.5179 |
| t27 | 0.7479 | 0.0201 | -0.3124 | 0.8517 |
| t28 | -1.3455 | 0 | -1.6579 | 0.3299 |
| t29 | 0.3425 | 0.2869 | -1.3154 | 0.4475 |
| t30 | -0.8759 | 0.0065 | -2.1914 | 0.2135 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

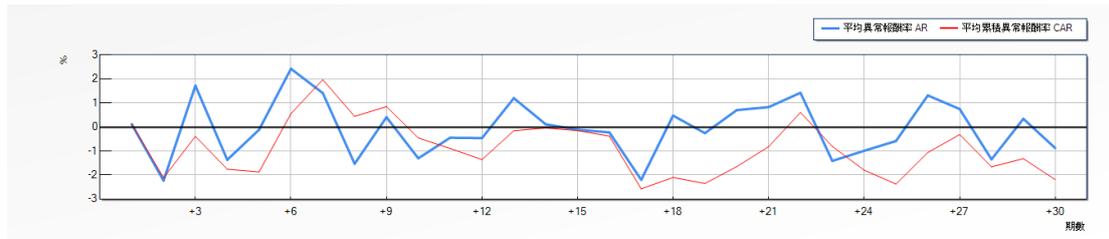


圖 肆 - 13、2004/03/20 總統大選對金融類股的影響

二、 2008/03/22 總統大選(政黨輪替)

(一) 2008/03/22 總統大選對電子類股的影響

下表 肆 - 14 顯示 2008 總統大選對於電子類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現當年總統大選後 30 天 P 值 95%~100% 機率顯著水準約佔一半以上，整體股市平均異常報酬率 (AR) 正數約佔一半以上，截然不同於 2004 年總統大選電子類股的表現，整體平均異常報酬率 (AR) 呈現正報酬的情況明顯。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天內平均累積異常報酬率 (CAR) 皆呈現 100% 機率明顯的顯著水準，整體平均累積異常報酬率 (CAR) 亦呈現正數，整體趨勢呈向上發展，代表當年選後連續 30 天，股民在電子類股中獲利豐厚。電子類股的平均累積異常報酬率 (CAR) 在事件窗口在 $t=(1, 30)$ 皆呈現著 100% 的機率正報酬的高顯著水準，在事件窗口 $t=(1, 30)$ 平均累積異常報酬率漲幅更高達 10.5862%。

表 肆 - 14、2008/03/22 總統大選對電子類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|-----------|--------|--------|-----|
| t1 | 1.8744 | 0 | 1.8744 | 0 |
| t2 | -0.1433 | 0.3316 | 1.7311 | 0 |
| t3 | 1.2148 | 0 | 2.946 | 0 |
| t4 | 0.9263 | 0 | 3.8723 | 0 |
| t5 | 1.0073 | 0 | 4.8796 | 0 |
| t6 | 1.8713 | 0 | 6.7509 | 0 |
| t7 | 0.3252 | 0.0275 | 7.0761 | 0 |
| t8 | 1.4438 | 0 | 8.5199 | 0 |
| t9 | -0.0449** | 0.761 | 8.475 | 0 |
| t10 | 0.0211** | 0.8863 | 8.4961 | 0 |
| t11 | -0.3873 | 0.0087 | 8.1088 | 0 |

續上頁

| | | | | |
|-----|------------|--------|---------|---|
| t12 | -0.3166 | 0.0319 | 7.7922 | 0 |
| t13 | -0.5458 | 0.0002 | 7.2464 | 0 |
| t14 | -0.8511 | 0 | 6.3954 | 0 |
| t15 | 0.6977 | 0 | 7.0931 | 0 |
| t16 | -0.4371 | 0.0031 | 6.6559 | 0 |
| t17 | 0.5105 | 0.0005 | 7.1665 | 0 |
| t18 | 0.0201** | 0.8919 | 7.1865 | 0 |
| t19 | 1.4489 | 0 | 8.6354 | 0 |
| t20 | 0.9759 | 0 | 9.6113 | 0 |
| t21 | 1.0974 | 0 | 10.7087 | 0 |
| t22 | -0.0065*** | 0.965 | 10.7023 | 0 |
| t23 | 0.4475 | 0.0024 | 11.1498 | 0 |
| t24 | -1.4228 | 0 | 9.727 | 0 |
| t25 | 1.5164 | 0 | 11.2434 | 0 |
| t26 | -0.3528 | 0.0168 | 10.8906 | 0 |
| t27 | -0.6292 | 0 | 10.2614 | 0 |
| t28 | 1.0759 | 0 | 11.3373 | 0 |
| t29 | 0.8114 | 0 | 12.1487 | 0 |
| t30 | 0.3119 | 0.0345 | 12.4606 | 0 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

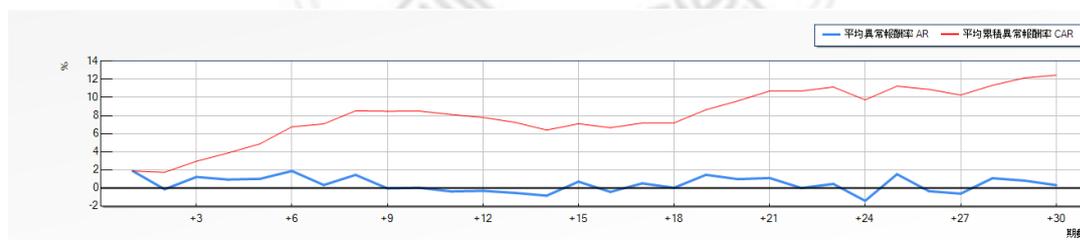


圖 肆 - 14、2008/03/22 總統大選對電子類股的影響

(二) 2008/03/22 總統大選對電機類股的影響

下表 肆 - 15 顯示 2008 總統大選對於電機類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現總統大選後 30 天 P 值幾乎多呈現不明顯的顯著水準，平均異常報酬率 (AR) 雖然正負數各占一半但多呈負數，代表當年電機類股多呈向下的趨勢發展。

在平均累積異常報酬率(CAR)的部分，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天 P 值幾乎多呈現不明顯的顯著水準，但平均累積異常報酬率(CAR)幾乎皆為正數，觀察到平均累積異常報酬率一路往平盤發展的走勢。

表 肆 - 15、2008/03/22 總統大選對電機類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|----------|--------|---------|--------|
| t1 | 1.117 | 0.0013 | 1.117 | 0.0013 |
| t2 | -0.3202 | 0.3579 | 0.7968 | 0.1058 |
| t3 | 1.258 | 0.0003 | 2.0548 | 0.0007 |
| t4 | 0.5939 | 0.0882 | 2.6487 | 0.0001 |
| t5 | -0.1139 | 0.7437 | 2.5348 | 0.0011 |
| t6 | 0.2076 | 0.5512 | 2.7424 | 0.0013 |
| t7 | -1.3269 | 0.0001 | 1.4155 | 0.1245 |
| t8 | -0.1632 | 0.6393 | 1.2522 | 0.2037 |
| t9 | -0.0561* | 0.872 | 1.1961 | 0.2523 |
| t10 | 0.8927 | 0.0104 | 2.0888 | 0.0579 |
| t11 | 0.2067 | 0.5529 | 2.2955 | 0.0469 |
| t12 | -0.6624 | 0.0572 | 1.6331 | 0.1759 |
| t13 | -0.8 | 0.0216 | 0.8331 | 0.5071 |
| t14 | 0.2177 | 0.532 | 1.0508 | 0.4201 |
| t15 | 0.2295 | 0.51 | 1.2803 | 0.3426 |
| t16 | -0.1202 | 0.7301 | 1.1601 | 0.405 |
| t17 | -0.4023 | 0.2481 | 0.7578 | 0.5977 |
| t18 | 1.5705 | 0 | 2.3283 | 0.1151 |
| t19 | -0.2985 | 0.3914 | 2.0298 | 0.1812 |
| t20 | -0.3951 | 0.2566 | 1.6347 | 0.294 |
| t21 | 0.2996 | 0.3896 | 1.9343 | 0.2256 |
| t22 | 0.0144** | 0.9671 | 1.9487 | 0.2329 |
| t23 | -0.5278 | 0.1297 | 1.4209 | 0.395 |
| t24 | -1.1039 | 0.0015 | 0.317 | 0.8526 |
| t25 | 0.4629 | 0.1839 | 0.7798 | 0.6543 |
| t26 | -0.1539 | 0.6585 | 0.6259 | 0.7245 |
| t27 | -0.5846 | 0.0933 | 0.0413 | 0.9818 |
| t28 | 0.4469 | 0.1995 | 0.4882 | 0.7911 |
| t29 | -0.5555 | 0.1108 | -0.0672 | 0.9714 |
| t30 | -0.0533* | 0.8783 | -0.1206 | 0.9496 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

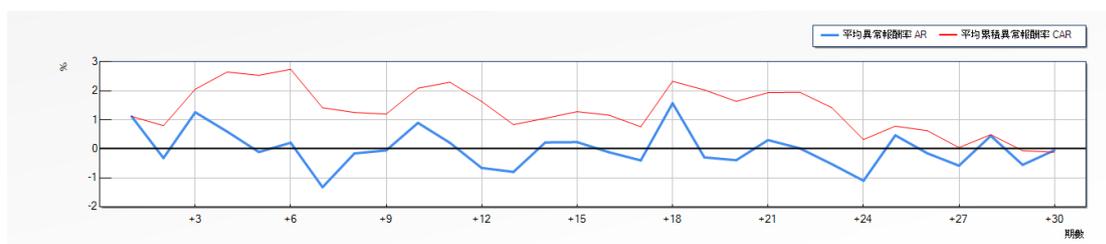


圖 肆 - 15、2008/03/22 總統大選對電機類股的影響

(三) 2008/03/22 總統大選對鋼鐵類股的影響

下表 肆 - 16 顯示 2008 總統大選對於鋼鐵類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現總統大選後 30 天 P 值呈現明顯與不明顯的顯著水準約各佔一半，平均異常報酬率 (AR) 雖然正負數各佔一半但正數居多，代表當年鋼鐵類股多呈向正向的趨勢發展。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天 P 值幾乎多呈現明顯的顯著水準，且平均累積異常報酬率 (CAR) 皆為正數，完全不同於 2004 年鋼鐵類股大幅重挫的慘況，這裡觀察到平均累積異常報酬率一路堅挺呈大幅走揚，當年選後投資鋼鐵類股的股民荷包獲利豐厚。鋼鐵類股的平均累積異常報酬率 (CAR) 在兩個事件窗口在 $t=(2, 7)$ 及 $t=(9, 30)$ 皆呈現著 99%~100% 機率正報酬的高顯著水準，在事件窗口 $t=(13, 16)$ 平均累積異常報酬率漲幅更高達 6.6532%。

表 肆 - 16、2008/03/22 總統大選對鋼鐵類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|---------|--------|--------|--------|
| t1 | 1.0322 | 0.2104 | 1.0322 | 0.2104 |
| t2 | 2.4692 | 0.0027 | 3.5014 | 0.0027 |
| t3 | 0.3603 | 0.662 | 3.8617 | 0.0068 |
| t4 | 0.2475 | 0.7639 | 4.1093 | 0.0127 |
| t5 | 2.4595 | 0.0028 | 6.5688 | 0.0004 |
| t6 | -0.5396 | 0.5126 | 6.0292 | 0.0028 |
| t7 | -2.0055 | 0.0149 | 4.0237 | 0.065 |
| t8 | -0.6305 | 0.4442 | 3.3932 | 0.1455 |
| t9 | 0.8506 | 0.302 | 4.2439 | 0.0861 |
| t10 | 1.495 | 0.0697 | 5.7388 | 0.0277 |
| t11 | 2.9919 | 0.0003 | 8.7307 | 0.0014 |

續上頁

| | | | | |
|-----|---------|--------|---------|--------|
| t12 | -0.3573 | 0.6646 | 8.3734 | 0.0034 |
| t13 | -0.7575 | 0.358 | 7.6159 | 0.0104 |
| t14 | 3.1328 | 0.0001 | 10.7487 | 0.0005 |
| t15 | 1.939 | 0.0186 | 12.6876 | 0.0001 |
| t16 | 1.5815 | 0.055 | 14.2691 | 0 |
| t17 | -2.6338 | 0.0014 | 11.6353 | 0.0006 |
| t18 | 2.2008 | 0.0076 | 13.8361 | 0.0001 |
| t19 | -2.7847 | 0.0007 | 11.0514 | 0.0021 |
| t20 | 0.7493 | 0.3632 | 11.8007 | 0.0014 |
| t21 | -0.4189 | 0.6113 | 11.3818 | 0.0026 |
| t22 | 0.2907 | 0.7243 | 11.6725 | 0.0025 |
| t23 | -1.642 | 0.0463 | 10.0305 | 0.0112 |
| t24 | -0.8774 | 0.287 | 9.1531 | 0.0234 |
| t25 | 1.4763 | 0.0732 | 10.6294 | 0.0099 |
| t26 | 2.0732 | 0.0119 | 12.7025 | 0.0025 |
| t27 | 0.5768 | 0.484 | 13.2793 | 0.0019 |
| t28 | 0.5989 | 0.4674 | 13.8782 | 0.0015 |
| t29 | -0.5448 | 0.5085 | 13.3334 | 0.0027 |
| t30 | -0.8631 | 0.295 | 12.4703 | 0.0057 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

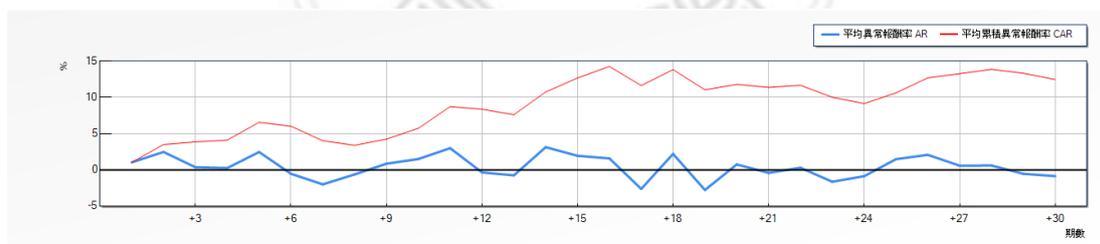


圖 肆 - 16、2008/03/22 總統大選對鋼鐵類股的影響

(四) 2008/03/22 總統大選對化工類股的影響

下表 肆 - 17 顯示 2008 總統大選對於化工類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現總統大選後 30 天 P 值呈現不明顯的顯著水準約佔多數，平均異常報酬率 (AR) 以正數居多，代表當年化工類股雖然在平盤遊走，但呈向正向的趨勢發展。

在平均累積異常報酬率(CAR)的部分，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天 P 值幾乎多呈現明顯的顯著水準，且平均累積異常報酬率(CAR)皆為正數，同樣截然不同於 2004 年化工類股大幅重挫的慘況，這裡觀察到平均累積異常報酬率一路向上累增呈大幅走揚，當年選後投資化工類股的股民荷包獲利豐厚。化工類股的平均累積異常報酬率(CAR)在事件窗口在 t=(13, 30)皆呈現著 90%~100%機率正報酬的高顯著水準，在事件窗口 t=(13, 30)平均累積異常報酬率漲幅更高達 10.2391%。

表 肆 - 17、2008/03/22 總統大選對化工類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|-----------|--------|---------|--------|
| t1 | 0.3434 | 0.5608 | 0.3434 | 0.5608 |
| t2 | 0.6984 | 0.2368 | 1.0418 | 0.2121 |
| t3 | 1.1883 | 0.0441 | 2.2302 | 0.0292 |
| t4 | 0.7555 | 0.2007 | 2.9856 | 0.0115 |
| t5 | 0.4869 | 0.4095 | 3.4725 | 0.0085 |
| t6 | -0.3619 | 0.5399 | 3.1106 | 0.0315 |
| t7 | -1.5229 | 0.0099 | 1.5878 | 0.3094 |
| t8 | -0.3652 | 0.5362 | 1.2225 | 0.4641 |
| t9 | 0.8595 | 0.1454 | 2.0821 | 0.2398 |
| t10 | 0.0864* | 0.8836 | 2.1685 | 0.2454 |
| t11 | 0.4978 | 0.3992 | 2.6663 | 0.1733 |
| t12 | 0.5202 | 0.3783 | 3.1865 | 0.1192 |
| t13 | 0.9585 | 0.1045 | 4.1449 | 0.0515 |
| t14 | 1.8561 | 0.0017 | 6.001 | 0.0066 |
| t15 | 0.8913 | 0.1311 | 6.8923 | 0.0026 |
| t16 | 0.6786 | 0.2504 | 7.5709 | 0.0013 |
| t17 | 1.5722 | 0.0077 | 9.1432 | 0.0002 |
| t18 | 3.5353 | 0 | 12.6785 | 0 |
| t19 | -0.6408 | 0.2778 | 12.0378 | 0 |
| t20 | 1.159 | 0.0496 | 13.1968 | 0 |
| t21 | -0.6651 | 0.2599 | 12.5317 | 0 |
| t22 | 1.6856 | 0.0043 | 14.2173 | 0 |
| t23 | 0.4098 | 0.4877 | 14.6271 | 0 |
| t24 | -1.9842 | 0.0008 | 12.6429 | 0 |
| t25 | 0.8125 | 0.1688 | 13.4553 | 0 |
| t26 | -0.5569 | 0.3455 | 12.8984 | 0 |
| t27 | -0.0135** | 0.9817 | 12.8848 | 0 |

續上頁

| | | | | |
|-----|---------|--------|---------|---|
| t28 | 3.5263 | 0 | 16.4112 | 0 |
| t29 | -3.0071 | 0 | 13.404 | 0 |
| t30 | 0.98 | 0.0969 | 14.384 | 0 |

註:*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

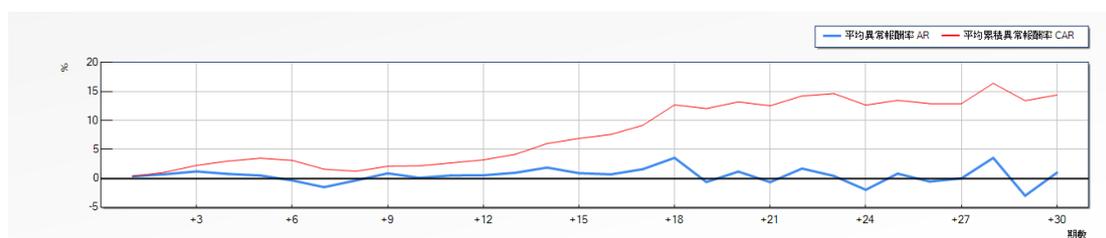


圖 肆 - 17、2008/03/22 總統大選對化工類股的影響

(五) 2008/03/22 總統大選對塑膠類股的影響

下表 肆 - 18 顯示 2008 總統大選對於塑膠類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現總統大選後 30 天 P 值呈現不明顯的顯著水準約佔多數，平均異常報酬率 (AR) 以正數居多，不同於 2004 年總統大選後塑膠類股的表現，當年塑膠類股雖然漲跌互見，但仍呈正向的趨勢發展。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天 P 值雖然多呈現不明顯的顯著水準，但平均累積異常報酬率 (CAR) 皆為正值，同樣截然不同於 2004 年化工類股大幅重挫的慘況，這裡觀察到平均累積異常報酬率一路向上累增走揚，當年選後投資塑膠類股的股民仍有不錯的獲利。

表 肆 - 18、2008/03/22 總統大選對塑膠類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|---------|--------|--------|--------|
| t1 | 0.2138 | 0.6883 | 0.2138 | 0.6883 |
| t2 | 1.16 | 0.0295 | 1.3738 | 0.0684 |
| t3 | 1.6643 | 0.0018 | 3.0381 | 0.001 |
| t4 | -0.4721 | 0.3757 | 2.5659 | 0.0161 |
| t5 | 0.0175* | 0.9737 | 2.5835 | 0.0302 |
| t6 | -1.307 | 0.0142 | 1.2764 | 0.3282 |
| t7 | -0.9895 | 0.0634 | 0.287 | 0.8387 |
| t8 | -0.1229 | 0.8176 | 0.164 | 0.9134 |
| t9 | 0.2616 | 0.6235 | 0.4257 | 0.7901 |
| t10 | 0.5295 | 0.3205 | 0.9551 | 0.5709 |
| t11 | 0.9583 | 0.0722 | 1.9135 | 0.279 |

續上頁

| | | | | |
|-----|----------|--------|--------|--------|
| t12 | -0.1897 | 0.7219 | 1.7237 | 0.3505 |
| t13 | -0.777 | 0.1449 | 0.9468 | 0.6222 |
| t14 | 0.9302 | 0.0809 | 1.877 | 0.3466 |
| t15 | 0.2283 | 0.6684 | 2.1053 | 0.3078 |
| t16 | 0.1* | 0.8512 | 2.2052 | 0.3009 |
| t17 | -0.8944 | 0.0933 | 1.3109 | 0.5508 |
| t18 | 1.7326 | 0.0012 | 3.0434 | 0.1783 |
| t19 | -0.279 | 0.6006 | 2.7644 | 0.2341 |
| t20 | 0.4952 | 0.3528 | 3.2595 | 0.1715 |
| t21 | 0.0424** | 0.9366 | 3.3019 | 0.1764 |
| t22 | -0.4159 | 0.4352 | 2.886 | 0.2483 |
| t23 | -1.2738 | 0.0168 | 1.6122 | 0.5282 |
| t24 | -0.3951 | 0.4585 | 1.2171 | 0.6411 |
| t25 | -0.0572* | 0.9145 | 1.1599 | 0.6634 |
| t26 | 0.27 | 0.6124 | 1.4299 | 0.5988 |
| t27 | 0.6759 | 0.2047 | 2.1058 | 0.447 |
| t28 | 2.2691 | 0 | 4.3749 | 0.1208 |
| t29 | -0.7712 | 0.1479 | 3.6037 | 0.2093 |
| t30 | 0.4878 | 0.3601 | 4.0915 | 0.161 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

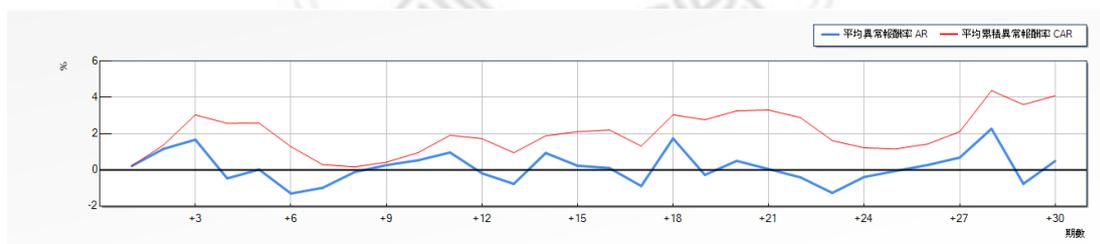


圖 肆 - 18、2008/03/22 總統大選對塑膠類股的影響

(六) 2008/03/22 總統大選對航運類股的影響

下表 肆 - 19 顯示 2008 總統大選對於航運類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現總統大選後 30 天 P 值呈現明顯或不明顯的顯著水準約各佔一半，平均異常報酬率 (AR) 正負數亦約各佔一半，代表當年航運類股雖然在平盤遊走，但整體趨勢發展並不顯著。

在平均累積異常報酬率(CAR)的部分，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天 P 值幾乎多呈現不明顯的顯著水準，且平均累積異常報酬率(CAR)亦為正負值各半，同樣截然不同於 2004 年航運類股大幅重挫的慘況，這裡觀察到平均累積異常報酬率(CAR)一路在平盤附近遊走，當年選後投資航運類股的股民無任何獲利的情況發生。

歸納在異常報酬率檢定部分沒有任何顯著異常的情況發生，代表了雖然 2008 台灣總統大選熱鬧展開，但對航運類股並沒有實質影響。實際上，解釋了整個航運類股主要是隨著全球景氣榮枯循環，能源、大宗原物料的供應需求狀況不一而定。對航運類股上市公司而言，不會特別因為 2008 台灣總統大選的發生而出現虧損或是增加營收，所以股價也不會有太大的起伏波動，故 2008 台灣總統大選的發生，對整個航運類股並沒有任何顯著或及時的異常反應。

表 肆 - 19、2008/03/22 總統大選對航運類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|---------|--------|---------|--------|
| t1 | -1.5912 | 0.0241 | -1.5912 | 0.0241 |
| t2 | -0.2163 | 0.7591 | -1.8075 | 0.07 |
| t3 | 1.4444 | 0.0406 | -0.3631 | 0.7663 |
| t4 | 1.7401 | 0.0136 | 1.3769 | 0.329 |
| t5 | -0.1634 | 0.8168 | 1.2135 | 0.4417 |
| t6 | -1.6726 | 0.0177 | -0.459 | 0.7905 |
| t7 | -2.1188 | 0.0027 | -2.5778 | 0.1672 |
| t8 | -0.7364 | 0.2965 | -3.3142 | 0.0967 |
| t9 | 2.1522 | 0.0023 | -1.162 | 0.5829 |
| t10 | 0.3365 | 0.6333 | -0.8255 | 0.7113 |
| t11 | 2.02 | 0.0042 | 1.1945 | 0.6096 |
| t12 | -0.946 | 0.1799 | 0.2485 | 0.919 |
| t13 | 0.3601 | 0.6097 | 0.6086 | 0.8109 |
| t14 | 1.9328 | 0.0061 | 2.5414 | 0.3356 |
| t15 | 0.3761 | 0.5939 | 2.9175 | 0.2855 |
| t16 | -0.8227 | 0.2435 | 2.0948 | 0.4578 |
| t17 | -1.3808 | 0.0503 | 0.714 | 0.8061 |
| t18 | 0.3143 | 0.6559 | 1.0283 | 0.7311 |
| t19 | -2.9017 | 0 | -1.8734 | 0.5423 |
| t20 | 0.8467 | 0.23 | -1.0267 | 0.7448 |
| t21 | 0.6448 | 0.3606 | -0.3819 | 0.906 |
| t22 | 1.1826 | 0.0936 | 0.8008 | 0.8088 |

續上頁

| | | | | |
|-----|---------|--------|-----------|--------|
| t23 | -0.819 | 0.2456 | -0.0183** | 0.9957 |
| t24 | -1.7266 | 0.0144 | -1.7449 | 0.6136 |
| t25 | -1.5633 | 0.0267 | -3.3082 | 0.3482 |
| t26 | 1.9088 | 0.0068 | -1.3994 | 0.6972 |
| t27 | -0.6883 | 0.3291 | -2.0877 | 0.5689 |
| t28 | 1.2931 | 0.0668 | -0.7946 | 0.8314 |
| t29 | -1.9157 | 0.0066 | -2.7103 | 0.4755 |
| t30 | 1.1578 | 0.1007 | -1.5525 | 0.6878 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

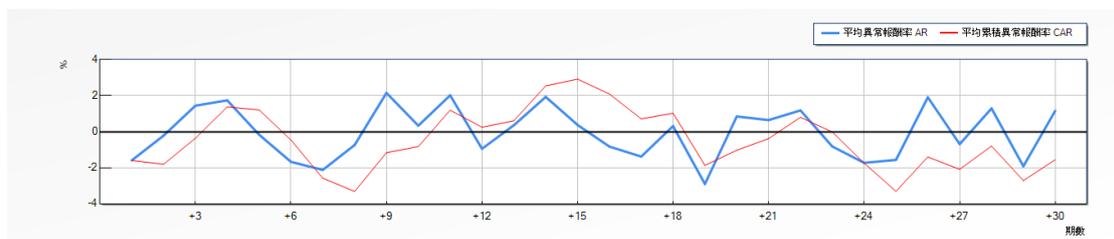


圖 肆 - 19、2008/03/22 總統大選對航運類股的影響

(七) 2008/03/22 總統大選對紡織類股的影響

下表 肆 - 20 顯示 2008 總統大選對於紡織類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現總統大選後 30 天 P 值呈現明顯或不明顯的顯著水準約各佔一半，平均異常報酬率 (AR) 正負數亦約各佔一半，代表當年紡織類股雖然在平盤遊走，但整體趨勢發展向上或向下並不顯著。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天雖然 P 值明顯與不明顯的顯著水準約佔各半，但平均累積異常報酬率 (CAR) 幾乎皆為正值，同樣截然不同於 2004 年紡織類股大幅重挫的慘況，這裡觀察到平均累積異常報酬率 (CAR) 一路累增，大盤趨勢總是維持在平盤以上，指出當年選後投資紡織類股的股民仍有不錯的獲利。紡織類股的平均累積異常報酬率 (CAR) 在兩個事件窗口在 $t=(2, 6)$ 及 $t=(14, 23)$ 皆呈現著 99%~100% 的機率正報酬的高顯著水準，在事件窗口 $t=(14, 16)$ 平均累積異常報酬率漲幅更高達 3.9383%。

表 肆 - 20、2008/03/22 總統大選對紡織類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|-----------|--------|---------|--------|
| t1 | -0.0218** | 0.9493 | -0.0218 | 0.9493 |
| t2 | 1.4975 | 0 | 1.4757 | 0.0024 |
| t3 | 1.0157 | 0.0031 | 2.4914 | 0 |

續上頁

| | | | | |
|-----|----------|--------|--------|--------|
| t4 | 0.4526 | 0.1878 | 2.944 | 0 |
| t5 | -0.2952 | 0.3903 | 2.6488 | 0.0006 |
| t6 | -0.4458 | 0.1945 | 2.203 | 0.0089 |
| t7 | -1.393 | 0.0001 | 0.81 | 0.3729 |
| t8 | -0.727 | 0.0344 | 0.083* | 0.9319 |
| t9 | 0.5305 | 0.1226 | 0.6136 | 0.5517 |
| t10 | 0.0537 | 0.8758 | 0.6673 | 0.5391 |
| t11 | 1.3742 | 0.0001 | 2.0415 | 0.0732 |
| t12 | -0.7546 | 0.0281 | 1.2869 | 0.2796 |
| t13 | 0.111 | 0.7466 | 1.3979 | 0.2592 |
| t14 | 2.1144 | 0 | 3.5123 | 0.0063 |
| t15 | 1.204 | 0.0005 | 4.7163 | 0.0004 |
| t16 | 2.7343 | 0 | 7.4506 | 0 |
| t17 | -1.2979 | 0.0002 | 6.1527 | 0 |
| t18 | 0.9708 | 0.0047 | 7.1236 | 0 |
| t19 | -1.834 | 0 | 5.2896 | 0.0004 |
| t20 | -0.2805 | 0.4143 | 5.0091 | 0.0011 |
| t21 | 0.3618 | 0.2924 | 5.3709 | 0.0006 |
| t22 | -0.1829 | 0.5946 | 5.1881 | 0.0013 |
| t23 | -1.1159 | 0.0012 | 4.0722 | 0.0135 |
| t24 | -1.5132 | 0 | 2.559 | 0.1285 |
| t25 | -0.1703 | 0.6202 | 2.3887 | 0.1644 |
| t26 | -0.7122 | 0.0382 | 1.6765 | 0.3386 |
| t27 | -0.0995* | 0.7722 | 1.577 | 0.3771 |
| t28 | 1.1045 | 0.0013 | 2.6815 | 0.1403 |
| t29 | -0.9703 | 0.0047 | 1.7112 | 0.3551 |
| t30 | -0.2744 | 0.4245 | 1.4368 | 0.4452 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

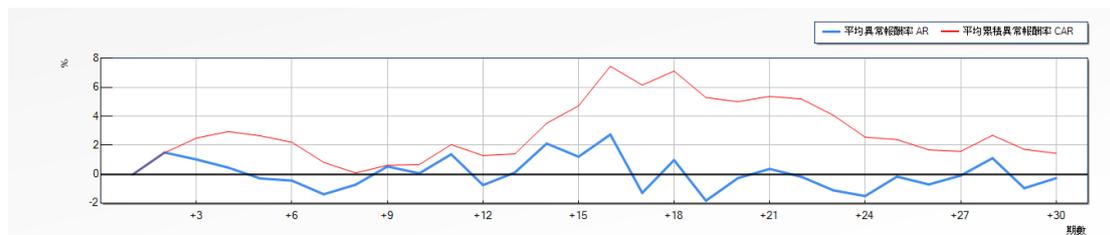


圖 肆 - 20、2008/03/22 總統大選對紡織類股的影響

(八) 2008/03/22 總統大選對食品類股的影響

下表 肆 - 21 顯示 2008 總統大選對於食品類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現總統大選後 30 天 P 值呈現明顯或不明顯的顯著水準約各佔一半，平均異常報酬率 (AR) 正數稍多於負數，代表當年紡織類股雖然在平盤遊走，但整體趨勢發展向上較顯著。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天雖然 P 值明顯與不明顯的顯著水準約佔各半，但平均累積異常報酬率 (CAR) 正值約佔多數，同樣截然不同於 2004 年食品類股大幅重挫的慘況，這裡觀察到平均累積異常報酬率 (CAR) 一路累增，大盤趨勢總是維持穩定向上，指出當年選後投資紡織類股的股民仍有不錯的獲利。

表 肆 - 21、2008/03/22 總統大選對食品類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|------------|--------|---------|--------|
| t1 | 0.4291 | 0.4209 | 0.4291 | 0.4209 |
| t2 | 2.2017 | 0 | 2.6308 | 0.0005 |
| t3 | 0.4227 | 0.4279 | 3.0535 | 0.0009 |
| t4 | 0.0328** | 0.951 | 3.0862 | 0.0038 |
| t5 | -0.6488 | 0.2237 | 2.4375 | 0.0409 |
| t6 | -1.4246 | 0.0075 | 1.0129 | 0.438 |
| t7 | -2.4598 | 0 | -1.4469 | 0.305 |
| t8 | -0.8431 | 0.1138 | -2.29 | 0.1289 |
| t9 | 0.5287 | 0.3214 | -1.7613 | 0.2708 |
| t10 | 0.7011 | 0.1885 | -1.0602 | 0.5295 |
| t11 | 2.4368 | 0 | 1.3767 | 0.4363 |
| t12 | -0.2388 | 0.6543 | 1.1379 | 0.5378 |
| t13 | -0.0079*** | 0.9882 | 1.13 | 0.5567 |
| t14 | 3.3534 | 0 | 4.4834 | 0.0246 |
| t15 | -0.5993 | 0.261 | 3.8841 | 0.06 |
| t16 | 0.72 | 0.1769 | 4.604 | 0.0309 |
| t17 | -2.4103 | 0 | 2.1937 | 0.3183 |
| t18 | 1.5221 | 0.0043 | 3.7158 | 0.1005 |
| t19 | -1.8013 | 0.0007 | 1.9145 | 0.4101 |
| t20 | 2.7852 | 0 | 4.6997 | 0.0487 |
| t21 | 0.322 | 0.5458 | 5.0217 | 0.0398 |
| t22 | 1.457 | 0.0063 | 6.4788 | 0.0096 |

續上頁

| | | | | |
|-----|---------|--------|--------|--------|
| t23 | -0.8349 | 0.1174 | 5.6439 | 0.0273 |
| t24 | -2.2947 | 0 | 3.3492 | 0.1998 |
| t25 | 0.7242 | 0.1744 | 4.0734 | 0.1265 |
| t26 | 1.0201 | 0.0557 | 5.0935 | 0.061 |
| t27 | 1.842 | 0.0006 | 6.9355 | 0.0123 |
| t28 | 3.7395 | 0 | 10.675 | 0.0002 |
| t29 | -2.9474 | 0 | 7.7276 | 0.0071 |
| t30 | 0.233 | 0.6621 | 7.9606 | 0.0064 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

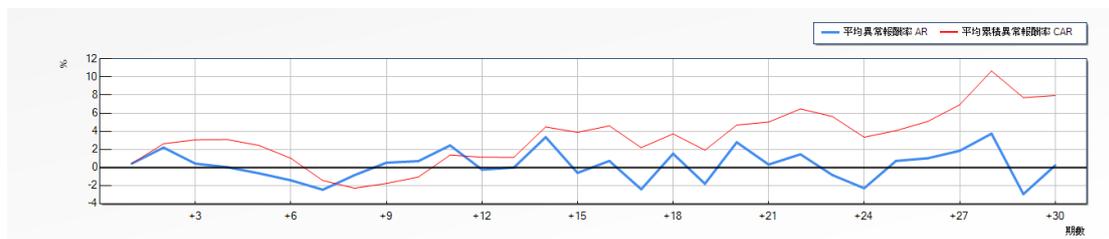


圖 肆 - 21、2008/03/22 總統大選對食品類股的影響

(九) 2008/03/22 總統大選對金融類股的影響

下表 肆 - 22 顯示 2008 總統大選對於金融類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現總統大選後 30 天 P 值呈現明顯或不明顯的顯著水準約各佔一半，整體股市平均異常報酬率 (AR) 以負數居多，完全不同於當年其他類股報酬，雖然事件期間有一段正報酬產生，但之後仍然呈現下滑的趨勢，導致股市最終呈現下跌的局面。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天 P 值幾乎多呈現不明顯的顯著水準，且平均累積異常報酬率 (CAR) 亦為負值居多，相同於 2004 年金融類股整體趨勢向下的情況，這裡觀察到平均累積異常報酬率 (CAR) 整體趨勢仍向下發展，代表當年選後連續 30 天，股民在金融類股中無法獲利。

表 肆 - 22、2008/03/22 總統大選對金融類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|---------|--------|---------|--------|
| t1 | -0.6611 | 0.0626 | -0.6611 | 0.0626 |
| t2 | 1.2563 | 0.0004 | 0.5953 | 0.2358 |
| t3 | 0.06* | 0.8659 | 0.6553 | 0.2867 |
| t4 | 0.0661* | 0.8522 | 0.7214 | 0.3097 |

續上頁

| | | | | |
|-----|---------|--------|------------|--------|
| t5 | -1.1276 | 0.0015 | -0.4062 | 0.6089 |
| t6 | -0.6004 | 0.0909 | -1.0066 | 0.2471 |
| t7 | -0.5764 | 0.1045 | -1.583 | 0.092 |
| t8 | -0.7097 | 0.0456 | -2.2927 | 0.0224 |
| t9 | 0.3287 | 0.3546 | -1.964 | 0.0652 |
| t10 | -0.7169 | 0.0435 | -2.6808 | 0.017 |
| t11 | 0.5167 | 0.1456 | -2.1641 | 0.0661 |
| t12 | -0.3394 | 0.3392 | -2.5035 | 0.0418 |
| t13 | 1.3493 | 0.0001 | -1.1542 | 0.3673 |
| t14 | 1.0755 | 0.0025 | -0.0787* | 0.9528 |
| t15 | 0.1464 | 0.68 | 0.0678* | 0.9607 |
| t16 | 1.9336 | 0 | 2.0014 | 0.1588 |
| t17 | -0.9458 | 0.0077 | 1.0556 | 0.4709 |
| t18 | 0.7853 | 0.027 | 1.841 | 0.2217 |
| t19 | -0.3851 | 0.2781 | 1.4559 | 0.3469 |
| t20 | -0.5595 | 0.115 | 0.8963 | 0.5724 |
| t21 | -0.3956 | 0.2652 | 0.5008 | 0.7583 |
| t22 | 0.2491 | 0.483 | 0.7498 | 0.6525 |
| t23 | -1.044 | 0.0033 | -0.2942 | 0.8628 |
| t24 | 0.5396 | 0.1286 | 0.2454 | 0.8878 |
| t25 | -0.3248 | 0.3603 | -0.0794* | 0.9643 |
| t26 | 0.0699* | 0.8438 | -0.0095*** | 0.9958 |
| t27 | -0.5231 | 0.1407 | -0.5326 | 0.7728 |
| t28 | -1.5639 | 0 | -2.0966 | 0.2645 |
| t29 | -1.2439 | 0.0005 | -3.3404 | 0.0806 |
| t30 | -0.2099 | 0.5545 | -3.5503 | 0.0679 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

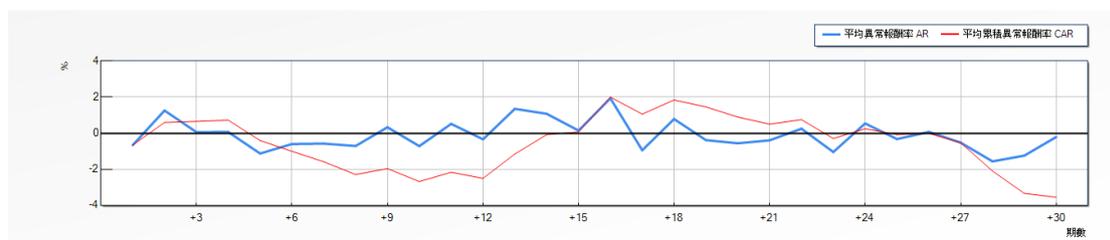


圖 肆 - 22、2008/03/22 總統大選對金融類股的影響

三、 2012/01/14 總統大選(連續執政)

(一)2012/01/14 總統大選對電子類股的影響

下表 肆 - 23 顯示 2012 總統大選對於電子類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現當年總統大選後 30 天 P 值 95%~100% 機率顯著水準佔絕大多數，整體股市平均異常報酬率 (AR) 正數亦佔絕大多數，截然不同於 2004 年總統大選電子類股的表現，整體平均異常報酬率 (AR) 呈現正報酬的情況明顯。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天內平均累積異常報酬率 (CAR) 皆呈現 100% 機率明顯的顯著水準，整體平均累積異常報酬率 (CAR) 亦完全呈現正值，整體趨勢呈穩定向上發展，代表當年總統大選後連續 30 天，股民在電子類股中獲利豐厚。電子類股的平均累積異常報酬率 (CAR) 在事件窗口在 $t=(1, 30)$ 皆呈現著 100% 的機率正報酬的高顯著水準，在事件窗口 $t=(1, 30)$ 平均累積異常報酬率漲幅更高達 11.7241%。

表 肆 - 23、2012/01/14 總統大選對電子類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|---------|--------|---------|-----|
| t1 | 0.8548 | 0 | 0.8548 | 0 |
| t2 | 0.7688 | 0 | 1.6236 | 0 |
| t3 | 0.9503 | 0 | 2.5739 | 0 |
| t4 | 0.8655 | 0 | 3.4394 | 0 |
| t5 | 2.1667 | 0 | 5.6061 | 0 |
| t6 | 1.0383 | 0 | 6.6444 | 0 |
| t7 | 1.189 | 0 | 7.8334 | 0 |
| t8 | 0.6914 | 0 | 8.5248 | 0 |
| t9 | -0.2779 | 0.022 | 8.2469 | 0 |
| t10 | 0.1262 | 0.2983 | 8.373 | 0 |
| t11 | 0.4356 | 0.0003 | 8.8087 | 0 |
| t12 | 0.9736 | 0 | 9.7823 | 0 |
| t13 | 1.2712 | 0 | 11.0535 | 0 |
| t14 | 0.5552 | 0 | 11.6088 | 0 |
| t15 | 0.286 | 0.0184 | 11.8948 | 0 |
| t16 | 0.617 | 0 | 12.5117 | 0 |
| t17 | -0.6619 | 0 | 11.8499 | 0 |
| t18 | -0.4485 | 0.0002 | 11.4014 | 0 |

續上頁

| | | | | |
|-----|----------|--------|---------|---|
| t19 | 0.3284 | 0.0068 | 11.7298 | 0 |
| t20 | 0.4355 | 0.0003 | 12.1652 | 0 |
| t21 | 0.5857 | 0 | 12.7509 | 0 |
| t22 | 0.4356 | 0.0003 | 13.1865 | 0 |
| t23 | -0.4527 | 0.0002 | 12.7339 | 0 |
| t24 | -1.5013 | 0 | 11.2325 | 0 |
| t25 | 0.9633 | 0 | 12.1958 | 0 |
| t26 | 0.8522 | 0 | 13.048 | 0 |
| t27 | 0.6403 | 0 | 13.6883 | 0 |
| t28 | 0.0127** | 0.9168 | 13.701 | 0 |
| t29 | -1.527 | 0 | 12.174 | 0 |
| t30 | 0.4049 | 0.0008 | 12.5789 | 0 |

註:*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

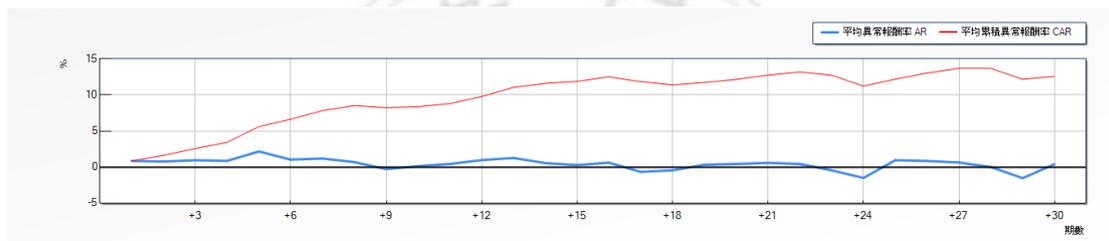


圖 肆 - 23、2012/01/14 總統大選對電子類股的影響

(二)2012/01/14 總統大選對電機類股的影響

下表 肆 - 24 顯示 2012 總統大選對於電機類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現當年總統大選後 30 天 P 值 95%~100% 機率顯著水準佔一半以上，整體股市平均異常報酬率 (AR) 正數亦佔多數，截然不同於 2004 年總統大選電機類股的表現，整體平均異常報酬率 (AR) 呈現正報酬的情況明顯。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天內平均累積異常報酬率 (CAR) 皆呈現 95%~100% 機率明顯的顯著水準，整體平均累積異常報酬率 (CAR) 亦完全呈現正值，整體趨勢呈穩定累積向上發展，代表當年總統大選後連續 30 天，法人與股民在電機類股中獲利豐厚。電機類股的平均累積異常報酬率 (CAR) 在事件窗口在 $t=(1, 30)$ 皆呈現著 99%~100% 的機率正報酬的高顯著水準，在事件窗口 $t=(1, 30)$ 平均累積異常報酬率漲幅更高達 10.4782%。

表 肆 - 24、2012/01/14 總統大選對電機類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|-----------|--------|---------|--------|
| t1 | 1.1149 | 0.0003 | 1.1149 | 0.0003 |
| t2 | -0.1087 | 0.7232 | 1.0062 | 0.0204 |
| t3 | 0.8316 | 0.0067 | 1.8379 | 0.0005 |
| t4 | 1.229 | 0.0001 | 3.0669 | 0 |
| t5 | 1.8217 | 0 | 4.8886 | 0 |
| t6 | 0.5013 | 0.1024 | 5.3898 | 0 |
| t7 | 0.233 | 0.4479 | 5.6228 | 0 |
| t8 | 0.9121 | 0.003 | 6.5349 | 0 |
| t9 | -0.0515* | 0.8668 | 6.4834 | 0 |
| t10 | 0.6751 | 0.0279 | 7.1585 | 0 |
| t11 | 0.7651 | 0.0127 | 7.9236 | 0 |
| t12 | -0.4291 | 0.1621 | 7.4945 | 0 |
| t13 | 0.7446 | 0.0153 | 8.2391 | 0 |
| t14 | 0.8921 | 0.0037 | 9.1312 | 0 |
| t15 | 0.0851* | 0.7816 | 9.2163 | 0 |
| t16 | -0.0427** | 0.8892 | 9.1736 | 0 |
| t17 | -0.299 | 0.3299 | 8.8745 | 0 |
| t18 | 0.5293 | 0.0846 | 9.4038 | 0 |
| t19 | 0.8047 | 0.0087 | 10.2086 | 0 |
| t20 | 0.0019*** | 0.9952 | 10.2104 | 0 |
| t21 | 0.2164 | 0.4808 | 10.4268 | 0 |
| t22 | 0.234 | 0.4458 | 10.6608 | 0 |
| t23 | -0.4732 | 0.1232 | 10.1876 | 0 |
| t24 | -1.4057 | 0 | 8.7819 | 0 |
| t25 | 1.2396 | 0.0001 | 10.0215 | 0 |
| t26 | 1.0559 | 0.0006 | 11.0774 | 0 |
| t27 | 0.8023 | 0.009 | 11.8797 | 0 |
| t28 | -0.1499 | 0.6253 | 11.7297 | 0 |
| t29 | -0.9015 | 0.0033 | 10.8282 | 0 |
| t30 | 0.7648 | 0.0127 | 11.5931 | 0 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

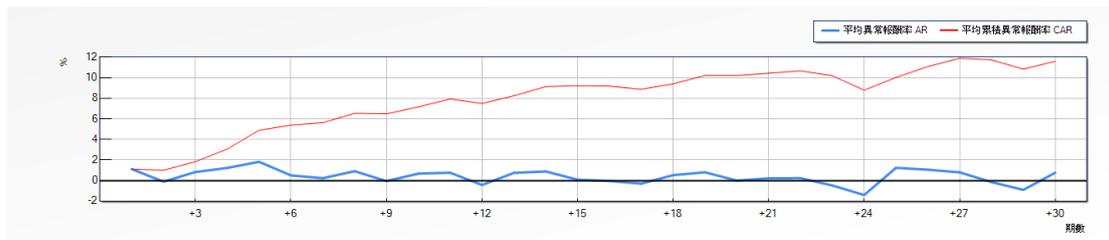


圖 肆 - 24、2012/01/14 總統大選對電機類股的影響

(三)2012/01/14 總統大選對鋼鐵類股的影響

下表 肆 - 25 顯示 2012 總統大選對於鋼鐵類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現當年總統大選後 30 天 P 值雖然明顯與不明顯的顯著水準約各佔一半，整體股市平均異常報酬率 (AR) 正負數亦約各佔一半，但截然不同於 2004 年總統大選鋼鐵類股的表現，整體平均異常報酬率 (AR) 呈現正報酬的情況明顯。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天內平均累積異常報酬率 (CAR) 幾乎皆呈現 95%~100% 機率明顯的顯著水準，整體平均累積異常報酬率 (CAR) 亦絕大部分呈現正值，整體趨勢呈穩定累積向上發展，代表當年總統大選後連續 30 天，法人與股民在鋼鐵類股中獲利豐厚。鋼鐵類股的平均累積異常報酬率 (CAR) 在事件窗口在 $t=(4, 30)$ 皆呈現著 99%~100% 的機率正報酬的高顯著水準，在事件窗口 $t=(1, 19)$ 平均累積異常報酬率漲幅更高達 14.752%。

表 肆 - 25、2012/01/14 總統大選對鋼鐵類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|-----------|--------|----------|--------|
| t1 | -0.2358 | 0.4343 | -0.2358 | 0.4343 |
| t2 | 0.2575 | 0.3933 | 0.0217** | 0.9595 |
| t3 | 0.7295 | 0.0156 | 0.7511 | 0.1506 |
| t4 | 0.7546 | 0.0124 | 1.5057 | 0.0126 |
| t5 | 1.684 | 0 | 3.1897 | 0 |
| t6 | 2.8221 | 0 | 6.0118 | 0 |
| t7 | 0.0024*** | 0.9936 | 6.0142 | 0 |
| t8 | 1.4091 | 0 | 7.4232 | 0 |
| t9 | -0.6842 | 0.0233 | 6.7391 | 0 |
| t10 | -0.4073 | 0.177 | 6.3318 | 0 |
| t11 | -0.1779 | 0.5554 | 6.1539 | 0 |
| t12 | 1.869 | 0 | 8.0229 | 0 |

續上頁

| | | | | |
|-----|---------|--------|---------|---|
| t13 | 0.4205 | 0.1633 | 8.4434 | 0 |
| t14 | 0.4001 | 0.1847 | 8.8435 | 0 |
| t15 | -0.4637 | 0.1242 | 8.3798 | 0 |
| t16 | -0.3918 | 0.1941 | 7.988 | 0 |
| t17 | 0.9296 | 0.0021 | 8.9177 | 0 |
| t18 | 2.2369 | 0 | 11.1546 | 0 |
| t19 | 3.3616 | 0 | 14.5162 | 0 |
| t20 | -0.9476 | 0.0017 | 13.5686 | 0 |
| t21 | -0.2906 | 0.3354 | 13.278 | 0 |
| t22 | -0.5518 | 0.0674 | 12.7262 | 0 |
| t23 | -1.1939 | 0.0001 | 11.5323 | 0 |
| t24 | -0.2609 | 0.3871 | 11.2713 | 0 |
| t25 | 1.2078 | 0.0001 | 12.4792 | 0 |
| t26 | -0.3801 | 0.2077 | 12.0991 | 0 |
| t27 | 0.4152 | 0.1688 | 12.5142 | 0 |
| t28 | -0.5567 | 0.065 | 11.9575 | 0 |
| t29 | -1.7243 | 0 | 10.2332 | 0 |
| t30 | 0.2501 | 0.4071 | 10.4833 | 0 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

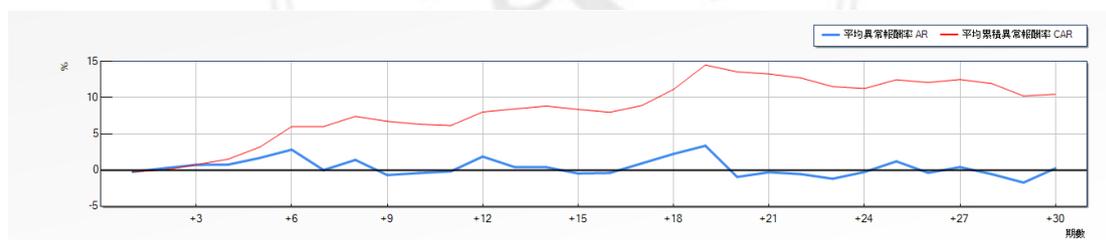


圖 肆 - 25、2012/01/14 總統大選對鋼鐵類股的影響

(四)2012/01/14 總統大選對化工類股的影響

下表 肆 - 26 顯示 2012 總統大選對於化工類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現當年總統大選後 30 天 P 值雖然不明顯的顯著水準約佔多數，但整體股市平均異常報酬率 (AR) 正數約佔多數，截然不同於 2004 年總統大選鋼鐵類股的表现，整體平均異常報酬率 (AR) 呈現正報酬的情況明顯。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天內平均累積異常報酬率 (CAR) 幾乎皆呈現 95%~100% 機率明顯的顯著水準，整體平均累積異常報酬率 (CAR) 亦完全呈現正值，整體趨勢呈穩定累積向上發展，代

表當年總統大選後連續 30 天，法人與股民在化工類股中獲利豐厚。化工類股的平均累積異常報酬率(CAR)在事件窗口在 t=(4, 30)皆呈現著 99%~100%的機率正報酬的高顯著水準，在事件窗口 t=(1, 15)平均累積異常報酬率漲幅更高達 8.2819%。

表 肆 - 26、2012/01/14 總統大選對化工類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|----------|--------|--------|--------|
| t1 | 0.4378 | 0.2176 | 0.4378 | 0.2176 |
| t2 | 0.1139 | 0.7483 | 0.5517 | 0.2719 |
| t3 | 0.3092 | 0.3839 | 0.8609 | 0.1616 |
| t4 | 0.7144 | 0.0442 | 1.5753 | 0.0265 |
| t5 | 1.3115 | 0.0002 | 2.8868 | 0.0003 |
| t6 | 0.5717 | 0.1074 | 3.4585 | 0.0001 |
| t7 | 0.6617 | 0.0624 | 4.1202 | 0 |
| t8 | 0.5182 | 0.1445 | 4.6384 | 0 |
| t9 | -0.141 | 0.6914 | 4.4974 | 0 |
| t10 | -0.4246 | 0.2318 | 4.0728 | 0.0003 |
| t11 | 0.0348** | 0.9219 | 4.1076 | 0.0005 |
| t12 | 1.3641 | 0.0001 | 5.4718 | 0 |
| t13 | 1.3083 | 0.0002 | 6.7801 | 0 |
| t14 | 1.2742 | 0.0003 | 8.0543 | 0 |
| t15 | 0.6654 | 0.0609 | 8.7197 | 0 |
| t16 | -0.0709 | 0.8418 | 8.6489 | 0 |
| t17 | 0.1397 | 0.6941 | 8.7885 | 0 |
| t18 | -1.0121 | 0.0044 | 7.7764 | 0 |
| t19 | 1.0022 | 0.0048 | 8.7786 | 0 |
| t20 | 0.0872 | 0.8061 | 8.8658 | 0 |
| t21 | -0.2734 | 0.4413 | 8.5924 | 0 |
| t22 | -0.3354 | 0.3449 | 8.2569 | 0 |
| t23 | -0.4738 | 0.1821 | 7.7831 | 0 |
| t24 | -0.7038 | 0.0475 | 7.0793 | 0 |
| t25 | 0.4615 | 0.1937 | 7.5407 | 0 |
| t26 | -0.029** | 0.935 | 7.5118 | 0 |
| t27 | 0.5215 | 0.1419 | 8.0333 | 0 |
| t28 | 0.5513 | 0.1205 | 8.5846 | 0 |
| t29 | -0.2502 | 0.4811 | 8.3345 | 0 |
| t30 | -0.0594* | 0.8671 | 8.275 | 0 |

註:*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

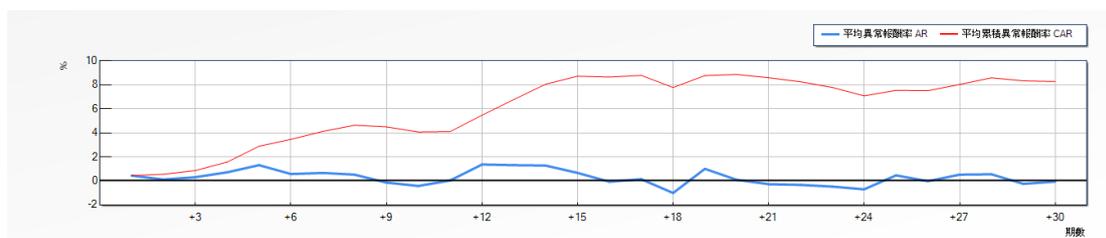


圖 肆 - 26、2012/01/14 總統大選對化工類股的影響

(五)2012/01/14 總統大選對塑膠類股的影響

下表 肆 - 27 顯示 2012 總統大選對於塑膠類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現當年總統大選後 30 天 P 值雖然不明顯的顯著水準佔大多數，但整體股市平均異常報酬率 (AR) 正負數約各佔一半，截然不同於 2004 年總統大選鋼鐵類股的表現，整體平均異常報酬率 (AR) 呈現正報酬的情況明顯。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天內平均累積異常報酬率 (CAR) 幾乎皆呈現不明顯的顯著水準，但整體平均累積異常報酬率 (CAR) 亦大部分呈現正值，但累積的增幅不大，因此隨著時間的推移，整體趨勢呈累積向上發展，代表當年總統大選後連續 30 天，法人與股民在塑膠類股中能有所獲利。塑膠類股的平均累積異常報酬率 (CAR) 在事件窗口 $t=(11, 19)$ 平均累積異常報酬率漲幅更高達 5.2005%。

表 肆 - 27、2012/01/14 總統大選對塑膠類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|----------|--------|---------|--------|
| t1 | 0.4442 | 0.3219 | 0.4442 | 0.3219 |
| t2 | -0.3375 | 0.4518 | 0.1068 | 0.8663 |
| t3 | 0.0304** | 0.946 | 0.1372 | 0.8598 |
| t4 | -0.7852 | 0.08 | -0.648 | 0.47 |
| t5 | 1.164 | 0.0094 | 0.516 | 0.6069 |
| t6 | -0.3314 | 0.46 | 0.1846 | 0.8665 |
| t7 | -0.3687 | 0.411 | -0.184 | 0.8767 |
| t8 | 0.8863 | 0.0481 | 0.7023 | 0.5798 |
| t9 | 0.2262 | 0.614 | 0.9284 | 0.4901 |
| t10 | -1.0308 | 0.0215 | -0.1023 | 0.9425 |
| t11 | -0.5274 | 0.2396 | -0.6297 | 0.6721 |
| t12 | 0.1722 | 0.7011 | -0.4575 | 0.7684 |

續上頁

| | | | | |
|-----|---------|--------|--------|--------|
| t13 | 1.0606 | 0.018 | 0.603 | 0.7092 |
| t14 | 0.0727* | 0.8712 | 0.6757 | 0.6872 |
| t15 | 1.3012 | 0.0037 | 1.977 | 0.255 |
| t16 | 0.2947 | 0.5111 | 2.2717 | 0.2054 |
| t17 | 0.5589 | 0.2127 | 2.8306 | 0.1258 |
| t18 | 0.1393 | 0.7561 | 2.9699 | 0.1186 |
| t19 | 1.6009 | 0.0004 | 4.5708 | 0.0194 |
| t20 | -0.418 | 0.3513 | 4.1528 | 0.0384 |
| t21 | -0.5546 | 0.2162 | 3.5982 | 0.08 |
| t22 | -0.1054 | 0.8142 | 3.4928 | 0.0968 |
| t23 | -0.6774 | 0.1309 | 2.8153 | 0.1906 |
| t24 | -1.3774 | 0.0021 | 1.4379 | 0.5128 |
| t25 | 0.6301 | 0.16 | 2.068 | 0.3564 |
| t26 | -0.1722 | 0.701 | 1.8958 | 0.4071 |
| t27 | 0.6606 | 0.1408 | 2.5564 | 0.2726 |
| t28 | 0.5482 | 0.2215 | 3.1046 | 0.1908 |
| t29 | -0.2514 | 0.5751 | 2.8532 | 0.2374 |
| t30 | 0.0598* | 0.8939 | 2.913 | 0.2357 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

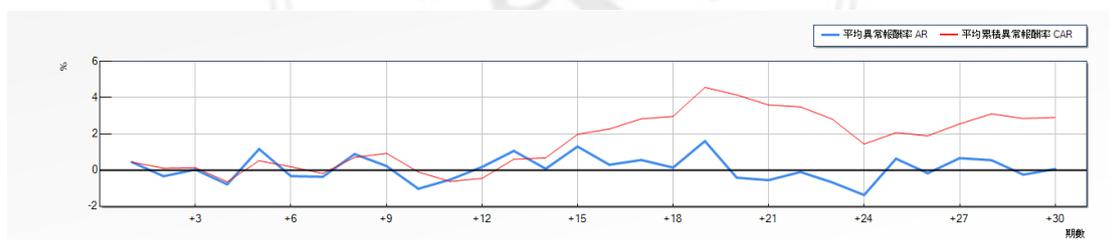


圖 肆 - 27、2012/01/14 總統大選對塑膠類股的影響

(六)2012/01/14 總統大選對航運類股的影響

下表 肆 - 28 顯示 2012 總統大選對於航運類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現總統大選後 30 天 P 值呈現明顯或不明顯的顯著水準約各佔一半，平均異常報酬率 (AR) 正負數亦約各佔一半，代表當年航運類股雖然在平盤遊走，但整體趨勢發展並不顯著。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天 P 值幾乎多呈現明顯的顯著水準，且平均累積異常報酬率 (CAR) 亦為正值佔多數，同樣截然不同於 2004 年航運類股大幅重挫的慘況，這裡觀察到平均累積異

常報酬率(CAR)一路累積的增幅不大，因此隨著時間的推移，整體趨勢呈緩步向上發展，代表當年總統大選後連續 30 天，法人與股民在航運類股中能有獲利。航運類股的平均累積異常報酬率(CAR)在事件窗口在 t=(10, 28)皆呈現著 90%~100%的機率正報酬的顯著水準，在事件窗口 t=(11, 14)平均累積異常報酬率最高漲幅達 3.465%，明顯較其他類股漲幅和緩。

表 肆 - 28、2012/01/14 總統大選對航運類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|-----------|--------|----------|--------|
| t1 | 0.0297** | 0.9391 | 0.0297** | 0.9391 |
| t2 | -1.3339 | 0.0006 | -1.3042 | 0.0176 |
| t3 | -0.8179 | 0.0352 | -2.1221 | 0.0016 |
| t4 | 0.6277 | 0.1061 | -1.4945 | 0.0544 |
| t5 | 2.5945 | 0 | 1.1 | 0.2054 |
| t6 | 0.1508 | 0.6979 | 1.2508 | 0.1887 |
| t7 | -0.1562 | 0.6875 | 1.0946 | 0.2869 |
| t8 | -0.2074 | 0.5934 | 0.8872 | 0.4194 |
| t9 | 0.6318 | 0.1039 | 1.5189 | 0.1924 |
| t10 | 1.3932 | 0.0003 | 2.9121 | 0.0178 |
| t11 | -0.6182 | 0.1115 | 2.294 | 0.075 |
| t12 | 0.1228 | 0.7518 | 2.4168 | 0.0725 |
| t13 | 1.293 | 0.0009 | 3.7098 | 0.0081 |
| t14 | 2.0492 | 0 | 5.759 | 0.0001 |
| t15 | -1.0953 | 0.0048 | 4.6637 | 0.0019 |
| t16 | -0.6432 | 0.0977 | 4.0205 | 0.0097 |
| t17 | -0.5612 | 0.1486 | 3.4594 | 0.0308 |
| t18 | -0.1186 | 0.76 | 3.3407 | 0.0427 |
| t19 | 0.4972 | 0.2006 | 3.8379 | 0.0234 |
| t20 | 0.0714* | 0.8541 | 3.9093 | 0.0244 |
| t21 | -0.518 | 0.1823 | 3.3913 | 0.0568 |
| t22 | 0.9678 | 0.0127 | 4.359 | 0.0167 |
| t23 | -0.6449 | 0.0969 | 3.7142 | 0.0462 |
| t24 | 0.0013*** | 0.9973 | 3.7155 | 0.0509 |
| t25 | 1.5786 | 0 | 5.294 | 0.0064 |
| t26 | -0.5757 | 0.1383 | 4.7183 | 0.0172 |
| t27 | 0.1907 | 0.6236 | 4.909 | 0.015 |
| t28 | -1.2249 | 0.0016 | 3.6841 | 0.0731 |
| t29 | -0.6075 | 0.1178 | 3.0766 | 0.1414 |

續上頁

| | | | | |
|-----|---------|--------|-------|--------|
| t30 | 0.0914* | 0.8139 | 3.168 | 0.1365 |
|-----|---------|--------|-------|--------|

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

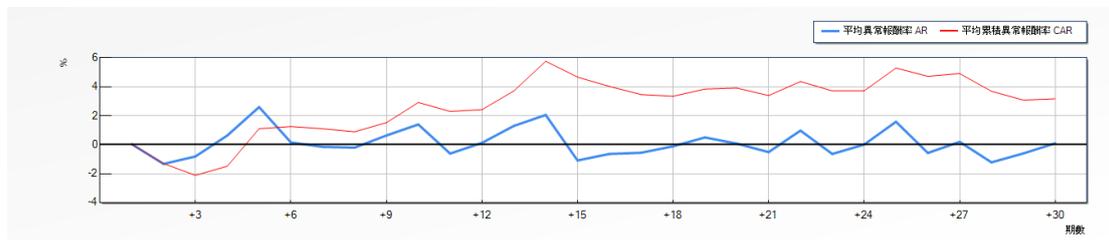


圖 肆 - 28、2012/01/14 總統大選對航運類股的影響

(七)2012/01/14 總統大選對紡織類股的影響

下表 肆 - 29 顯示 2012 總統大選對於紡織類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現總統大選後 30 天 P 值呈現明顯或不明顯的顯著水準約各佔一半，平均異常報酬率 (AR) 正負數亦約各佔一半，但發覺當年紡織類股雖然在平盤遊走，但整體趨勢發展仍然向上。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天內平均累積異常報酬率 (CAR) 幾乎皆呈現 99%~100% 機率明顯的顯著水準，整體平均累積異常報酬率 (CAR) 亦幾乎完全呈現正值，整體趨勢呈持續穩定向上發展，代表當年總統大選後連續 30 天，法人與股民在紡織類股中仍能獲利豐厚。紡織類股的平均累積異常報酬率 (CAR) 在事件窗口在 $t=(5, 30)$ 皆呈現著 99%~100% 的機率正報酬的高顯著水準，在事件窗口 $t=(1, 30)$ 平均累積異常報酬率漲幅更高達 9.0881%。

表 肆 - 29、2012/01/14 總統大選對紡織類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|----------|--------|----------|--------|
| t1 | -0.0821* | 0.7844 | -0.0821* | 0.7844 |
| t2 | -0.3894 | 0.1941 | -0.4714 | 0.2663 |
| t3 | 1.0121 | 0.0007 | 0.5406 | 0.2979 |
| t4 | -0.1519 | 0.6124 | 0.3887 | 0.5169 |
| t5 | 2.2967 | 0 | 2.6854 | 0.0001 |
| t6 | 0.505 | 0.0922 | 3.1904 | 0 |
| t7 | -0.3525 | 0.2397 | 2.8379 | 0.0003 |
| t8 | 0.8681 | 0.0038 | 3.706 | 0 |
| t9 | -0.3773 | 0.2083 | 3.3287 | 0.0002 |
| t10 | -0.5849 | 0.0511 | 2.7438 | 0.0038 |

續上頁

| | | | | |
|-----|----------|--------|--------|--------|
| t11 | -0.0773* | 0.7966 | 2.6666 | 0.0073 |
| t12 | 0.6105 | 0.0417 | 3.2771 | 0.0016 |
| t13 | 0.5227 | 0.0813 | 3.7998 | 0.0004 |
| t14 | 1.2752 | 0 | 5.075 | 0 |
| t15 | 0.024** | 0.9363 | 5.099 | 0 |
| t16 | 1.6709 | 0 | 6.7699 | 0 |
| t17 | -0.5826 | 0.052 | 6.1873 | 0 |
| t18 | -0.4665 | 0.1198 | 5.7208 | 0 |
| t19 | 0.6006 | 0.0452 | 6.3215 | 0 |
| t20 | 0.7707 | 0.0102 | 7.0921 | 0 |
| t21 | -0.5919 | 0.0484 | 6.5002 | 0 |
| t22 | 0.5611 | 0.0613 | 7.0613 | 0 |
| t23 | -0.5979 | 0.0462 | 6.4634 | 0 |
| t24 | -0.6716 | 0.0251 | 5.7918 | 0.0001 |
| t25 | -0.0611* | 0.8384 | 5.7306 | 0.0001 |
| t26 | -0.1091 | 0.7159 | 5.6215 | 0.0002 |
| t27 | 1.5517 | 0 | 7.1732 | 0 |
| t28 | -0.4872 | 0.1042 | 6.686 | 0 |
| t29 | 0.4291 | 0.1524 | 7.1151 | 0 |
| t30 | 1.891 | 0 | 9.006 | 0 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

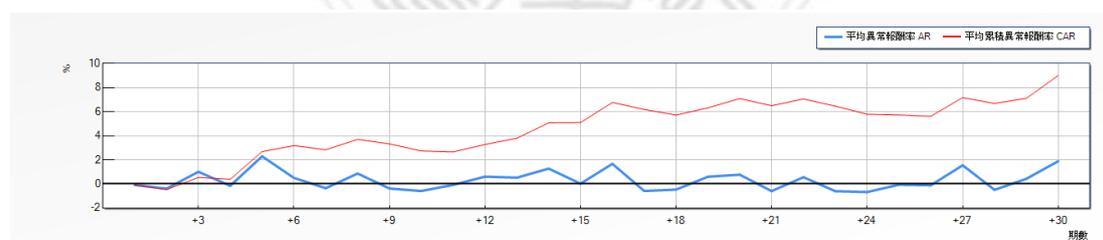


圖 肆 - 29、2012/01/14 總統大選對紡織類股的影響

(八)2012/01/14 總統大選對食品類股的影響

下表 肆 - 30 顯示 2012 總統大選對於食品類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現當年總統大選後 30 天雖然不明顯的顯著水準佔大多數，但整體股市平均異常報酬率 (AR) 正負數約各佔一半，截然不同於 2004 年總統大選食品類股的表現，整體平均異常報酬率 (AR) 在平盤附近遊走，整體趨勢發展並不顯著。

在平均累積異常報酬率(CAR)的部分，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天內平均累積異常報酬率(CAR)幾乎皆呈現不明顯的顯著水準，且整體平均累積異常報酬率(CAR)呈現正負值各半，但累積的增幅不大，因此隨著時間的推移，整體趨勢呈累積向上發展，代表當年總統大選後連續 30 天，最終法人與股民在食品類股中能有獲利。

表 肆 - 30、2012/01/14 總統大選對食品類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|-----------|--------|----------|--------|
| t1 | -0.2225 | 0.5566 | -0.2225 | 0.5566 |
| t2 | -0.5482 | 0.1475 | -0.7707 | 0.1499 |
| t3 | -0.9883 | 0.009 | -1.759 | 0.0073 |
| t4 | 0.6698 | 0.0767 | -1.0891 | 0.1501 |
| t5 | 1.1185 | 0.0031 | 0.0294** | 0.9723 |
| t6 | -0.1003 | 0.7909 | -0.071* | 0.939 |
| t7 | 0.3476 | 0.3583 | 0.2767 | 0.7823 |
| t8 | 0.8336 | 0.0276 | 1.1102 | 0.2996 |
| t9 | 0.2256 | 0.5511 | 1.3358 | 0.2393 |
| t10 | -1.0371 | 0.0061 | 0.2987 | 0.8029 |
| t11 | -0.5881 | 0.1202 | -0.2894 | 0.8176 |
| t12 | -0.1115 | 0.7682 | -0.4009 | 0.7597 |
| t13 | 0.1981 | 0.6006 | -0.2028 | 0.8818 |
| t14 | 0.0061*** | 0.9872 | -0.1967 | 0.8895 |
| t15 | -0.1214 | 0.7483 | -0.3181 | 0.8282 |
| t16 | -0.1357 | 0.7198 | -0.4539 | 0.7643 |
| t17 | -0.2496 | 0.5095 | -0.7035 | 0.6521 |
| t18 | -0.3737 | 0.3234 | -1.0772 | 0.5022 |
| t19 | 0.5482 | 0.1474 | -0.529 | 0.7484 |
| t20 | 1.2353 | 0.0011 | 0.7063 | 0.6764 |
| t21 | -0.3282 | 0.3858 | 0.3781 | 0.8274 |
| t22 | 1.5256 | 0.0001 | 1.9037 | 0.2835 |
| t23 | -0.6575 | 0.0823 | 1.2462 | 0.4923 |
| t24 | 0.5961 | 0.1152 | 1.8422 | 0.3204 |
| t25 | 0.5768 | 0.1274 | 2.4191 | 0.2011 |
| t26 | 0.4602 | 0.2239 | 2.8793 | 0.1356 |
| t27 | 2.8 | 0 | 5.6793 | 0.0039 |
| t28 | -1.4281 | 0.0002 | 4.2512 | 0.0337 |

續上頁

| | | | | |
|-----|---------|--------|--------|--------|
| t29 | -0.7805 | 0.0391 | 3.4706 | 0.0886 |
| t30 | -0.1335 | 0.7243 | 3.3372 | 0.1074 |

註:*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

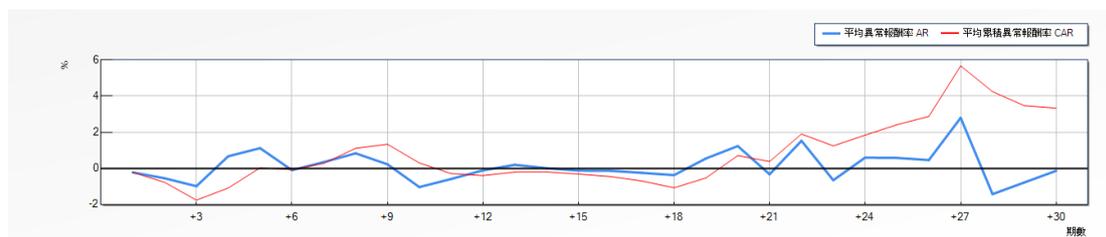


圖 肆 - 30、2012/01/14 總統大選對食品類股的影響

(九)2012/01/14 總統大選對金融類股的影響

下表 肆 - 31 顯示 2012 總統大選對於金融類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現當年總統大選後 30 天雖然不明顯的顯著水準佔大多數，但整體股市平均異常報酬率(AR)正負數約各佔一半，截然不同於 2004 年總統大選金融類股的表現，整體平均異常報酬率(AR)在平盤附近遊走，整體趨勢發展並不顯著。

在平均累積異常報酬率(CAR)的部分，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天內平均累積異常報酬率(CAR)多數呈現明顯的顯著水準，且整體平均累積異常報酬率(CAR)大部分呈現正值，但累積的增幅不大，因此隨著時間的推移，整體報酬仍能維持在平盤以上，代表當年總統大選後連續 30 天，最終法人與股民在金融類股中能有利。金融類股的平均累積異常報酬率(CAR)在事件窗口在 $t=(8, 24)$ 皆呈現著 90%~100%的機率正報酬的高顯著水準，在事件窗口 $t=(12, 14)$ 平均累積異常報酬率最高漲幅達 2.0981%。

表 肆 - 31、2012/01/14 總統大選對金融類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|------------|--------|---------|--------|
| t1 | -0.1975 | 0.4626 | -0.1975 | 0.4626 |
| t2 | -1.1755 | 0 | -1.373 | 0.0003 |
| t3 | -0.3729 | 0.1654 | -1.7458 | 0.0002 |
| t4 | 1.8187 | 0 | 0.0729* | 0.8922 |
| t5 | 1.2786 | 0 | 1.3514 | 0.0246 |
| t6 | -0.2976 | 0.2683 | 1.0539 | 0.1095 |
| t7 | -0.0052*** | 0.9846 | 1.0487 | 0.1404 |

續上頁

| | | | | |
|-----|-----------|--------|--------|--------|
| t8 | 3.4611 | 0 | 4.5098 | 0 |
| t9 | -0.8009 | 0.0029 | 3.7088 | 0 |
| t10 | 0.0547 | 0.8387 | 3.7635 | 0 |
| t11 | -0.1618 | 0.5473 | 3.6018 | 0.0001 |
| t12 | -0.2647 | 0.3247 | 3.337 | 0.0003 |
| t13 | 0.8907 | 0.0009 | 4.2277 | 0 |
| t14 | 1.2074 | 0 | 5.4351 | 0 |
| t15 | -1.3259 | 0 | 4.1093 | 0.0001 |
| t16 | -0.298 | 0.2677 | 3.8113 | 0.0004 |
| t17 | -0.5333 | 0.0473 | 3.278 | 0.0031 |
| t18 | 0.1107 | 0.6804 | 3.3888 | 0.003 |
| t19 | -0.6158 | 0.022 | 2.7729 | 0.018 |
| t20 | -0.5889 | 0.0285 | 2.184 | 0.0693 |
| t21 | -0.0501* | 0.8522 | 2.1339 | 0.0832 |
| t22 | 0.2648 | 0.3246 | 2.3987 | 0.0571 |
| t23 | 0.1292 | 0.6307 | 2.5279 | 0.0499 |
| t24 | -0.1233 | 0.6464 | 2.4046 | 0.0679 |
| t25 | -0.5335 | 0.0472 | 1.8711 | 0.1639 |
| t26 | -0.3339 | 0.2143 | 1.5373 | 0.2621 |
| t27 | -0.1131 | 0.6739 | 1.4241 | 0.308 |
| t28 | -0.0146** | 0.9567 | 1.4095 | 0.3217 |
| t29 | -0.088* | 0.7435 | 1.3216 | 0.3613 |
| t30 | -0.3006 | 0.2634 | 1.0209 | 0.4881 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

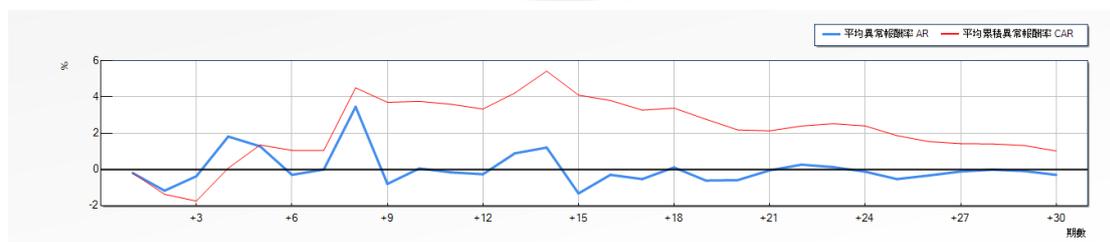


圖 肆 - 31、2012/01/14 總統大選對金融類股的影響

四、 2016/01/16 總統大選(政黨輪替)

(一) 2016/01/16 總統大選對電子類股的影響

下表 肆 - 32 顯示 2016 總統大選對於電子類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現當年總統大選後 30 天雖然明顯的顯著水準佔多數，但整體股市平均異常報酬率 (AR) 正負數約各佔一半，截然不同於 2004 年總統大選電子類股的表現，整體平均異常報酬率 (AR) 在平盤附近遊走，整體趨勢發展並不顯著，但觀察到當年電子類股表現氣勢偏弱。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，迥然不同於 2008 與 2012 總統大選對電子類股的影響，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天內平均累積異常報酬率 (CAR) 多數呈現不明顯的顯著水準，且整體平均累積異常報酬率 (CAR) 呈現負值的天數居多，因此隨著時間的推移，選後整體報酬急遽走低，且大部分的時間多維持在平盤以下，代表當年總統大選後連續 30 天，最終法人與股民在電子類股中無法獲得報酬。

表 肆 - 32、2016/01/16 總統大選對電子類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|---------|--------|----------|--------|
| t1 | 0.512 | 0 | 0.512 | 0 |
| t2 | 0.1449 | 0.2383 | 0.6569 | 0.0002 |
| t3 | 0.4842 | 0.0001 | 1.141 | 0 |
| t4 | -0.5723 | 0 | 0.5688 | 0.0206 |
| t5 | -0.3481 | 0.0046 | 0.2206 | 0.4219 |
| t6 | 0.5306 | 0 | 0.7513 | 0.0125 |
| t7 | -0.3035 | 0.0135 | 0.4478 | 0.1683 |
| t8 | -0.162 | 0.1873 | 0.2858 | 0.4108 |
| t9 | -1.2996 | 0 | -1.0138 | 0.0059 |
| t10 | 0.187 | 0.128 | -0.8268 | 0.0333 |
| t11 | -0.3535 | 0.004 | -1.1803 | 0.0038 |
| t12 | 0.4395 | 0.0003 | -0.7408 | 0.0818 |
| t13 | 0.0609* | 0.6199 | -0.6798 | 0.1249 |
| t14 | 0.5639 | 0 | -0.1159 | 0.8009 |
| t15 | -0.2843 | 0.0207 | -0.4002 | 0.4003 |
| t16 | 0.1772 | 0.1492 | -0.223 | 0.65 |
| t17 | -0.3512 | 0.0043 | -0.5742 | 0.257 |
| t18 | 0.2777 | 0.0238 | -0.2965 | 0.5695 |
| t19 | 0.2086 | 0.0895 | -0.0879* | 0.8697 |
| t20 | 0.4759 | 0.0001 | 0.3881 | 0.48 |
| t21 | -0.103 | 0.4018 | 0.2851 | 0.6126 |
| t22 | -0.4492 | 0.0003 | -0.1642 | 0.7758 |

續上頁

| | | | | |
|-----|-----------|--------|---------|--------|
| t23 | -0.0498** | 0.6855 | -0.2139 | 0.7166 |
| t24 | 0.1037 | 0.3984 | -0.1102 | 0.8548 |
| t25 | -0.1806 | 0.1415 | -0.2908 | 0.6359 |
| t26 | -0.705 | 0 | -0.9958 | 0.1119 |
| t27 | 0.5528 | 0 | -0.443 | 0.4878 |
| t28 | -0.1458 | 0.2352 | -0.5888 | 0.3651 |
| t29 | 0.2575 | 0.0361 | -0.3313 | 0.6165 |
| t30 | 0.0031*** | 0.9798 | -0.3282 | 0.6257 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

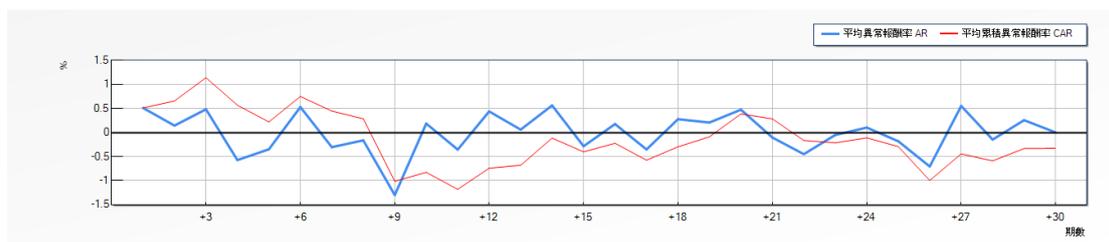


圖 肆 - 32、2016/01/16 總統大選對電子類股的影響

(二)2016/01/16 總統大選對電機類股的影響

下表 肆 - 33 顯示 2016 總統大選對於電機類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現當年總統大選後 30 天雖然不明顯的顯著水準佔多數，但整體股市平均異常報酬率 (AR) 正數仍佔一半以上，截然不同於 2004 年總統大選電子類股的表現，整體平均異常報酬率 (AR) 在平盤附近遊走，整體趨勢發展並不顯著，但觀察到當年電機類股表現氣勢偏弱。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，迥然不同於 2008 與 2012 總統大選對電機類股的影響，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天內平均累積異常報酬率 (CAR) 大多數呈現不明顯的顯著水準，且整體平均累積異常報酬率 (CAR) 呈現負值的天數居多，因此隨著時間的推移，選後整體從正報酬一路走低，且大部分的時間多維持在平盤以下，代表當年總統大選後連續 30 天，最終法人與股民在電子類股中無法獲得報酬。

表 肆 - 33、2016/01/16 總統大選對電機類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|----------|--------|--------|--------|
| t1 | 0.7094 | 0.0309 | 0.7094 | 0.0309 |
| t2 | 0.0246** | 0.9404 | 0.734 | 0.1144 |

續上頁

| | | | | |
|-----|-----------|--------|---------|--------|
| t3 | 0.1415 | 0.6669 | 0.8755 | 0.1242 |
| t4 | -0.2981 | 0.3645 | 0.5774 | 0.3799 |
| t5 | 0.0073** | 0.9824 | 0.5846 | 0.4264 |
| t6 | 0.4305 | 0.1904 | 1.0151 | 0.2075 |
| t7 | -0.833 | 0.0113 | 0.1821 | 0.8342 |
| t8 | 0.1149 | 0.7268 | 0.297 | 0.7494 |
| t9 | -1.1181 | 0.0007 | -0.8211 | 0.4051 |
| t10 | -0.298 | 0.3646 | -1.1191 | 0.2817 |
| t11 | -0.0473** | 0.8856 | -1.1664 | 0.2847 |
| t12 | -0.1498 | 0.6487 | -1.3162 | 0.2478 |
| t13 | 0.3217 | 0.3279 | -0.9946 | 0.4014 |
| t14 | 0.8803 | 0.0074 | -0.1142 | 0.926 |
| t15 | -0.094* | 0.775 | -0.2082 | 0.8701 |
| t16 | 0.0063*** | 0.9846 | -0.2019 | 0.878 |
| t17 | -0.8237 | 0.0122 | -1.0256 | 0.4493 |
| t18 | 0.3892 | 0.2365 | -0.6364 | 0.6482 |
| t19 | 0.0622* | 0.85 | -0.5742 | 0.6886 |
| t20 | 0.4459 | 0.175 | -0.1283 | 0.9305 |
| t21 | -0.3601 | 0.2734 | -0.4884 | 0.7458 |
| t22 | -0.6247 | 0.0574 | -1.1131 | 0.4704 |
| t23 | 0.239 | 0.4673 | -0.8741 | 0.5793 |
| t24 | 0.2986 | 0.3637 | -0.5755 | 0.7208 |
| t25 | -0.9616 | 0.0034 | -1.5372 | 0.3497 |
| t26 | -0.6242 | 0.0576 | -2.1614 | 0.1973 |
| t27 | 0.2211 | 0.5012 | -1.9402 | 0.256 |
| t28 | -0.1379 | 0.6748 | -2.0782 | 0.2322 |
| t29 | 0.1431 | 0.6633 | -1.935 | 0.2744 |
| t30 | 0.0531* | 0.8716 | -1.8819 | 0.296 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

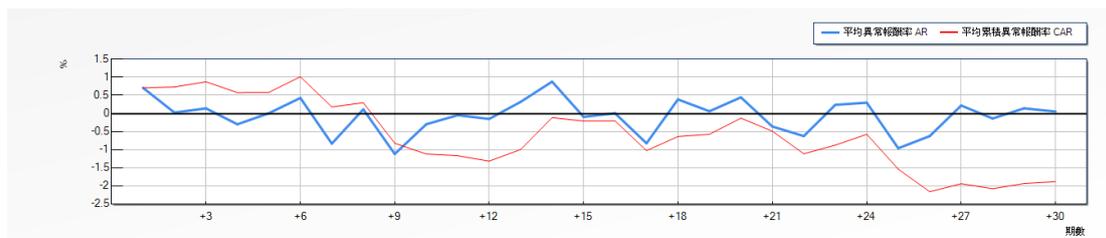


圖 肆 - 33、2016/01/16 總統大選對電機類股的影響

(三) 2016/01/16 總統大選對鋼鐵類股的影響

下表 肆 - 34 顯示 2016 總統大選對於鋼鐵類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現當年總統大選後 30 天 90%~100% 機率明顯的顯著水準佔多數，整體股市平均異常報酬率 (AR) 正數仍佔一半以上，截然不同於 2004 年總統大選鋼鐵類股的表現，雖然整體平均異常報酬率 (AR) 在平盤附近遊走，但整體趨勢發展多維持正向。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，迥然不同於 2008 與 2012 總統大選對鋼鐵類股的影響，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天內平均累積異常報酬率 (CAR) 多數呈現明顯的顯著水準，且整體平均累積異常報酬率 (CAR) 呈現正值的天數居多，因此隨著時間的推移，選後整體從正報酬一路緩步走高，且大部分的時間多維持在平盤以上，代表當年總統大選後連續 30 天，最終法人與股民在電子類股中能獲得不錯的報酬。鋼鐵類股的平均累積異常報酬率 (CAR) 在事件窗口在 $t=(14, 30)$ 皆呈現著 100% 的機率正報酬的高顯著水準，在事件窗口 $t=(14, 28)$ 平均累積異常報酬率漲幅更高達 8.1964%。

表 肆 - 34、2016/01/16 總統大選對鋼鐵類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|----------|--------|-----------|--------|
| t1 | 0.2868 | 0.3813 | 0.2868 | 0.3813 |
| t2 | 0.6034 | 0.0655 | 0.8902 | 0.0547 |
| t3 | 0.0257** | 0.9374 | 0.9159 | 0.1065 |
| t4 | -0.2011 | 0.5393 | 0.7148 | 0.2752 |
| t5 | -0.2332 | 0.4765 | 0.4816 | 0.5109 |
| t6 | 0.2738 | 0.4033 | 0.7554 | 0.3465 |
| t7 | 0.8322 | 0.0111 | 1.5876 | 0.067 |
| t8 | -0.5813 | 0.076 | 1.0063 | 0.2774 |
| t9 | -1.0129 | 0.002 | -0.0066** | 0.9947 |
| t10 | -0.2564 | 0.4337 | -0.263 | 0.7996 |
| t11 | 0.5594 | 0.0877 | 0.2964 | 0.785 |
| t12 | 0.8468 | 0.0097 | 1.1432 | 0.3137 |
| t13 | 0.2149 | 0.5118 | 1.3581 | 0.2502 |
| t14 | 2.1283 | 0 | 3.4864 | 0.0044 |
| t15 | 1.5361 | 0 | 5.0224 | 0.0001 |
| t16 | -0.731 | 0.0256 | 4.2914 | 0.0011 |
| t17 | -0.2013 | 0.5388 | 4.0901 | 0.0025 |
| t18 | -0.2646 | 0.4192 | 3.8255 | 0.0059 |

續上頁

| | | | | |
|-----|---------|--------|---------|--------|
| t19 | 1.0882 | 0.0009 | 4.9137 | 0.0006 |
| t20 | 4.5614 | 0 | 9.4752 | 0 |
| t21 | -1.1603 | 0.0004 | 8.3148 | 0 |
| t22 | -1.0583 | 0.0012 | 7.2566 | 0 |
| t23 | 0.7136 | 0.0294 | 7.9702 | 0 |
| t24 | -0.7835 | 0.0168 | 7.1867 | 0 |
| t25 | -0.5919 | 0.0708 | 6.5947 | 0.0001 |
| t26 | 1.62 | 0 | 8.2147 | 0 |
| t27 | 0.8506 | 0.0094 | 9.0653 | 0 |
| t28 | 2.6176 | 0 | 11.6828 | 0 |
| t29 | 0.1205 | 0.7129 | 11.8034 | 0 |
| t30 | -2.7081 | 0 | 9.0953 | 0 |

註:*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

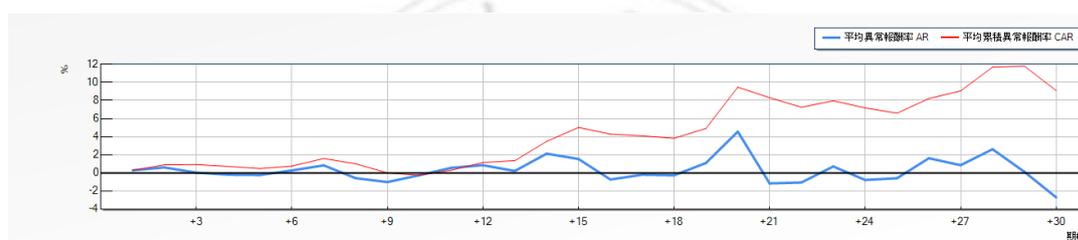


圖 肆 - 34、2016/01/16 總統大選對鋼鐵類股的影響

(四)2016/01/16 總統大選對化工類股的影響

下表 肆 - 35 顯示 2016 總統大選對於化工類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現當年總統大選後 30 天雖然不明顯的顯著水準佔大多數，但整體股市平均異常報酬率 (AR) 正負數仍各佔一半，截然不同於 2004 年總統大選化工類股的表現，整體平均異常報酬率 (AR) 在平盤附近震盪遊走，整體趨勢發展並不顯著。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，迥然不同於 2008 與 2012 總統大選對電機類股的影響，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天內平均累積異常報酬率 (CAR) 大多數呈現不明顯的顯著水準，且整體平均累積異常報酬率 (CAR) 呈現負值的天數居多，因此隨著時間的推移，大選後整體類股表現從正報酬急遽走低之後，大部分的時間多維持在平盤以下，市場多頭的氣勢偏弱，投資機構追捧的意願不高，代表當年總統大選後連續 30 天，最終法人與一般投資人在化工類股中無法獲得預期的報酬。

表 肆 - 35、2016/01/16 總統大選對化工類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|----------|--------|-----------|--------|
| t1 | 0.3014 | 0.3681 | 0.3014 | 0.3681 |
| t2 | 0.5903 | 0.0779 | 0.8917 | 0.0597 |
| t3 | 0.2518 | 0.452 | 1.1435 | 0.0486 |
| t4 | -0.6673 | 0.0463 | 0.4762 | 0.4771 |
| t5 | -0.4225 | 0.2071 | 0.0537* | 0.9428 |
| t6 | -0.0906* | 0.7868 | -0.0369** | 0.9641 |
| t7 | -0.4311 | 0.1979 | -0.468 | 0.5973 |
| t8 | 0.087* | 0.795 | -0.381 | 0.6875 |
| t9 | -1.476 | 0 | -1.857 | 0.0645 |
| t10 | -0.0165 | 0.9607 | -1.8735 | 0.0768 |
| t11 | 0.1285 | 0.7012 | -1.745 | 0.1161 |
| t12 | 0.1071 | 0.749 | -1.6379 | 0.1579 |
| t13 | 1.0099 | 0.0026 | -0.6279 | 0.603 |
| t14 | 0.184 | 0.5826 | -0.4439 | 0.7231 |
| t15 | -0.8401 | 0.0121 | -1.284 | 0.3221 |
| t16 | 0.1372 | 0.682 | -1.1468 | 0.3919 |
| t17 | -0.2965 | 0.3759 | -1.4433 | 0.2958 |
| t18 | 0.1166 | 0.7277 | -1.3267 | 0.3504 |
| t19 | -0.1042 | 0.7557 | -1.4309 | 0.3269 |
| t20 | 0.5665 | 0.0907 | -0.8643 | 0.5638 |
| t21 | 0.099* | 0.7675 | -0.7654 | 0.6179 |
| t22 | -0.6197 | 0.0642 | -1.3851 | 0.3778 |
| t23 | 0.8875 | 0.008 | -0.4976 | 0.7567 |
| t24 | -0.0866* | 0.7959 | -0.5842 | 0.7217 |
| t25 | 0.1704 | 0.6107 | -0.4137 | 0.8048 |
| t26 | -0.3049 | 0.3625 | -0.7187 | 0.6738 |
| t27 | 0.4356 | 0.1933 | -0.2831 | 0.8707 |
| t28 | 0.6495 | 0.0524 | 0.3664 | 0.8362 |
| t29 | -0.1335 | 0.69 | 0.2329 | 0.8972 |
| t30 | -0.5275 | 0.1152 | -0.2946 | 0.8724 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

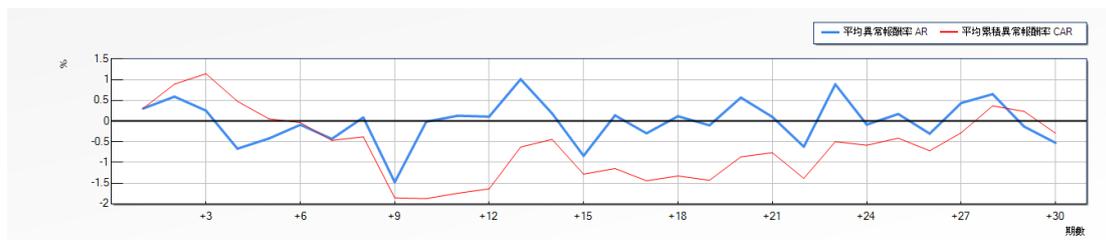


圖 肆 - 35、2016/01/16 總統大選對化工類股的影響

(五)2016/01/16 總統大選對塑膠類股的影響

下表 肆 - 36 顯示 2016 總統大選對於塑膠類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現當年總統大選後 30 天雖然不明顯的顯著水準佔絕大多數，但整體股市平均異常報酬率 (AR) 呈現負數的天期居多，截然不同於 2004 年總統大選塑膠類股的表現，整體平均異常報酬率 (AR) 在平盤附近震盪遊走，整體趨勢發展氣勢偏弱。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，迥然不同於 2008 與 2012 總統大選對塑膠類股的影響，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天內平均累積異常報酬率 (CAR) 完全呈現不明顯的顯著水準，且整體平均累積異常報酬率 (CAR) 呈現負值的天數居多，因此隨著時間的推移，大選後整體從正報酬急遽走低之後，大部分的時間多維持在平盤以下，市場多頭的氣勢偏弱，信心不足的情況下，投資機構追捧的意願不高，代表當年總統大選後連續 30 天，預期法人與一般投資人在塑膠類股中多無法獲得正報酬。

表 肆 - 36、2016/01/16 總統大選對塑膠類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|-----------|--------|-----------|--------|
| t1 | -0.0138** | 0.9742 | -0.0138** | 0.9742 |
| t2 | 0.2432 | 0.5705 | 0.2294 | 0.7052 |
| t3 | -0.1253 | 0.7701 | 0.1041 | 0.8885 |
| t4 | -0.1458 | 0.7337 | -0.0417** | 0.9612 |
| t5 | 0.8651 | 0.0436 | 0.8234 | 0.3904 |
| t6 | -0.4894 | 0.2536 | 0.3339 | 0.7505 |
| t7 | -0.1849 | 0.6663 | 0.149 | 0.8955 |
| t8 | -0.4483 | 0.2957 | -0.2993 | 0.8051 |
| t9 | -0.5761 | 0.179 | -0.8754 | 0.4961 |
| t10 | 0.2973 | 0.488 | -0.578 | 0.6699 |
| t11 | -0.127 | 0.767 | -0.7051 | 0.62 |

續上頁

| | | | | |
|-----|----------|--------|------------|--------|
| t12 | 0.0306** | 0.9432 | -0.6745 | 0.6497 |
| t13 | -0.2235 | 0.6021 | -0.898 | 0.5613 |
| t14 | 0.8811 | 0.0399 | -0.0169** | 0.9916 |
| t15 | -0.2672 | 0.5331 | -0.2842 | 0.8641 |
| t16 | -0.3205 | 0.4548 | -0.6046 | 0.7244 |
| t17 | 0.0638* | 0.8817 | -0.5408 | 0.7597 |
| t18 | -0.1865 | 0.6635 | -0.7274 | 0.6893 |
| t19 | 0.2275 | 0.5957 | -0.4999 | 0.7891 |
| t20 | 0.3236 | 0.4504 | -0.1763 | 0.9267 |
| t21 | 0.3729 | 0.3845 | 0.1966 | 0.9203 |
| t22 | -0.4804 | 0.2625 | -0.2838 | 0.8878 |
| t23 | 0.7174 | 0.0942 | 0.4336 | 0.833 |
| t24 | -0.1544 | 0.7187 | 0.2792 | 0.8942 |
| t25 | -0.3665 | 0.3926 | -0.0873* | 0.9675 |
| t26 | -0.1411 | 0.742 | -0.2284 | 0.9168 |
| t27 | 0.2544 | 0.553 | 0.0259** | 0.9907 |
| t28 | 0.5886 | 0.1698 | 0.6145 | 0.7865 |
| t29 | 0.0426** | 0.9208 | 0.6571 | 0.7759 |
| t30 | -0.6628 | 0.1221 | -0.0057*** | 0.9981 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

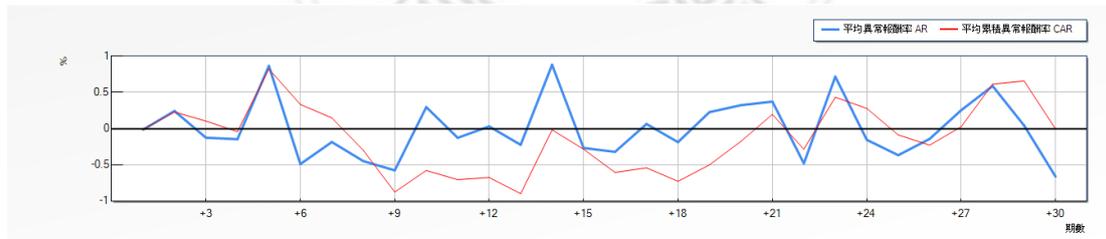


圖 肆 - 36、2016/01/16 總統大選對塑膠類股的影響

(六)2016/01/16 總統大選對航運類股的影響

下表 肆 - 37 顯示 2016 總統大選對於航運類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現雖然當年總統大選後 30 天不明顯的顯著水準佔多數，整體股市平均異常報酬率 (AR) 維持正負數的天數仍各佔一半，截然不同於 2004 年總統大選航運類股的表現，整體平均異常報酬率 (AR) 在平盤附近震盪遊走，但整體趨勢發展不明顯。

在平均累積異常報酬率(CAR)的部分，迥然不同於 2008 與 2012 總統大選對航運類股的影響，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天內平均累積異常報酬率(CAR)多數呈現不明顯的顯著水準，且整體平均累積異常報酬率(CAR)在選後 30 天前期皆呈現負數，但幅度不大。但隨著事件時間的推移，選後 30 天後期皆呈現正數且幅度擴大，整體由負報酬轉正報酬一路向上拉升，代表當年總統大選後連續 30 天，最終法人與股民在航運類股中能獲得正報酬。

總結在異常報酬率檢定部分沒有任何顯著異常的情況發生，代表雖然 2016 台灣總統大選熱鬧展開，但對航運類股沒有實質影響。事實上，這也解釋了整個航運類股的表現主要是隨著全球景氣循環，能源、原物料的供應需求情況不一而定。對航運類股上市公司而言，不會特別因為 2016 台灣總統大選的發生而出現虧損或是增加營收，所以股價也不會有太大的起伏波動，故觀察 2016 台灣總統大選的發生，同 2008 台灣總統大選，對整個航運類股並沒有任何立即顯著或及時的異常反應。

表 肆 - 37、2016/01/16 總統大選對航運類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|----------|--------|----------|--------|
| t1 | -0.2545 | 0.4893 | -0.2545 | 0.4893 |
| t2 | 0.0356** | 0.923 | -0.2189 | 0.6741 |
| t3 | 0.153 | 0.6776 | -0.0659* | 0.9177 |
| t4 | -0.6351 | 0.0844 | -0.701 | 0.341 |
| t5 | -0.2647 | 0.4721 | -0.9657 | 0.2407 |
| t6 | 0.3041 | 0.4087 | -0.6616 | 0.4631 |
| t7 | -0.6037 | 0.101 | -1.2653 | 0.1939 |
| t8 | 0.217 | 0.5555 | -1.0483 | 0.314 |
| t9 | -0.7993 | 0.0299 | -1.8475 | 0.0943 |
| t10 | 0.7926 | 0.0313 | -1.0549 | 0.3648 |
| t11 | -0.5869 | 0.1108 | -1.6419 | 0.1787 |
| t12 | 0.5067 | 0.1686 | -1.1351 | 0.3733 |
| t13 | 0.1816 | 0.6217 | -0.9535 | 0.4725 |
| t14 | -0.0963* | 0.7937 | -1.0497 | 0.4459 |
| t15 | -0.0982* | 0.7895 | -1.148 | 0.4207 |
| t16 | -0.5224 | 0.1558 | -1.6704 | 0.2566 |
| t17 | -0.5952 | 0.1059 | -2.2655 | 0.1355 |
| t18 | 0.6425 | 0.0809 | -1.6231 | 0.2986 |
| t19 | 1.3187 | 0.0003 | -0.3044 | 0.8495 |
| t20 | 0.3625 | 0.3247 | 0.0581* | 0.9718 |

續上頁

| | | | | |
|-----|-----------|--------|--------|--------|
| t21 | 1.324 | 0.0003 | 1.3821 | 0.4126 |
| t22 | -0.9859 | 0.0074 | 0.3961 | 0.8185 |
| t23 | 0.4492 | 0.2223 | 0.8453 | 0.632 |
| t24 | 1.0899 | 0.0031 | 1.9352 | 0.2832 |
| t25 | 1.3061 | 0.0004 | 3.2413 | 0.0782 |
| t26 | -0.3923 | 0.2865 | 2.849 | 0.129 |
| t27 | -0.0313** | 0.9323 | 2.8177 | 0.1407 |
| t28 | 0.766 | 0.0374 | 3.5837 | 0.0658 |
| t29 | 1.6865 | 0 | 5.2702 | 0.0078 |
| t30 | -0.3835 | 0.2974 | 4.8866 | 0.0154 |

註:*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

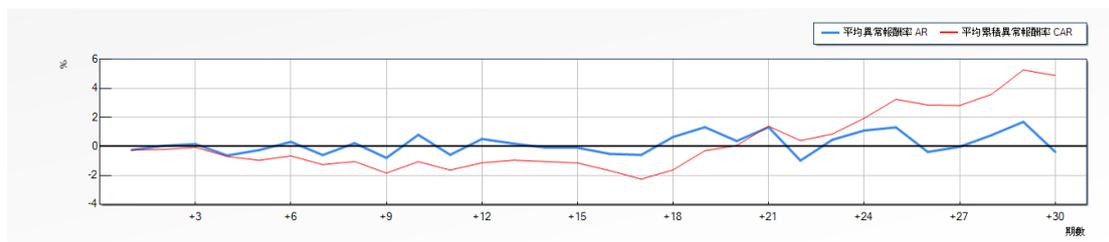


圖 肆 - 37、2016/01/16 總統大選對航運類股的影響

(七)2016/01/16 總統大選對紡織類股的影響

下表 肆 - 38 顯示 2016 總統大選對於紡織類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現雖然當年總統大選後 30 天不明顯的顯著水準佔多數，整體股市平均異常報酬率 (AR) 維持正負數的天數仍各佔一半，截然不同於 2004 年總統大選航運類股的表現，整體平均異常報酬率 (AR) 在平盤附近震盪遊走，但整體趨勢發展不明顯。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，迥然不同於 2008 與 2012 總統大選對紡織類股的影響，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天內平均累積異常報酬率 (CAR) 絕大多數呈現不明顯的顯著水準，且整體平均累積異常報酬率 (CAR) 只在選後前 8 天皆呈現正數，但幅度不大。但隨著事件時間的推移，之後幾乎皆呈現負數但幅度不大，整體由正報酬轉負報酬且一路幾乎都在平盤以下，代表當年總統大選後連續 30 天，最終法人與股民在紡織類股中無法獲得正報酬。

表 肆 - 38、2016/01/16 總統大選對紡織類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|-------|-----|--------|-----|
|-----|-------|-----|--------|-----|

續上頁

| | | | | |
|-----|------------|--------|-----------|--------|
| t1 | 0.0993* | 0.7767 | 0.0993* | 0.7767 |
| t2 | 1.6369 | 0 | 1.7362 | 0.0005 |
| t3 | -0.7259 | 0.0382 | 1.0103 | 0.0958 |
| t4 | -0.5704 | 0.1034 | 0.4399 | 0.53 |
| t5 | -0.3674 | 0.2942 | 0.0725* | 0.9262 |
| t6 | 0.3868 | 0.2695 | 0.4593 | 0.5924 |
| t7 | 0.0519* | 0.8821 | 0.5112 | 0.5811 |
| t8 | -0.2689 | 0.4426 | 0.2423 | 0.8068 |
| t9 | -0.5157 | 0.1409 | -0.2734 | 0.7947 |
| t10 | 0.0766* | 0.8268 | -0.1967 | 0.859 |
| t11 | 0.1326 | 0.7049 | -0.0641* | 0.956 |
| t12 | -0.4812 | 0.1695 | -0.5453 | 0.6531 |
| t13 | 0.3632 | 0.2997 | -0.1821 | 0.8854 |
| t14 | 0.0283** | 0.9355 | -0.1537 | 0.9066 |
| t15 | -0.0044*** | 0.9901 | -0.1581 | 0.9072 |
| t16 | -0.2269 | 0.5172 | -0.3849 | 0.7835 |
| t17 | -0.7352 | 0.0358 | -1.1201 | 0.4379 |
| t18 | 0.067* | 0.8483 | -1.0531 | 0.4785 |
| t19 | -0.0645* | 0.8538 | -1.1177 | 0.4641 |
| t20 | 0.0817* | 0.8156 | -1.036 | 0.5083 |
| t21 | 0.3688 | 0.2923 | -0.6672 | 0.6776 |
| t22 | -0.06* | 0.864 | -0.7272 | 0.658 |
| t23 | 1.0815 | 0.002 | 0.3543 | 0.8329 |
| t24 | -0.3862 | 0.2702 | -0.0319** | 0.9852 |
| t25 | -0.4314 | 0.218 | -0.4633 | 0.7914 |
| t26 | -0.3518 | 0.3152 | -0.8151 | 0.6481 |
| t27 | -0.0179** | 0.9592 | -0.833 | 0.6471 |
| t28 | 0.4886 | 0.163 | -0.3444 | 0.8526 |
| t29 | -0.0358** | 0.9185 | -0.3802 | 0.8402 |
| t30 | 0.2417 | 0.4901 | -0.1385 | 0.9425 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

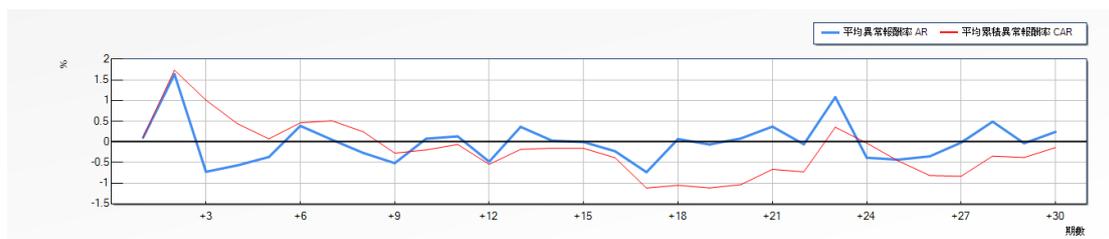


圖 肆 - 38、2016/01/16 總統大選對紡織類股的影響

(八)2016/01/16 總統大選對食品類股的影響

下表 肆 - 39 顯示 2016 總統大選對於食品類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現雖然當年總統大選後 30 天不明顯的顯著水準佔多數，整體股市平均異常報酬率 (AR) 維持正負數的天數仍約各佔一半，截然不同於 2004 年總統大選食品類股的表現，整體平均異常報酬率 (AR) 在平盤附近震盪遊走，但整體趨勢發展不明顯，但氣勢偏弱。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，迥然不同於 2008 與 2012 總統大選對食品類股的影響，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天內平均累積異常報酬率 (CAR) 絕大多數呈現不明顯的顯著水準，且整體平均累積異常報酬率 (CAR) 幾乎在選後 30 天皆呈現負數，且幅度不小。整體皆是負報酬且一路維持在平盤以下，代表當年總統大選後連續 30 天，法人與股民在食品類股中承受虧損的苦果。

表 肆 - 39、2016/01/16 總統大選對食品類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|----------|--------|---------|--------|
| t1 | -0.1933 | 0.5233 | -0.1933 | 0.5233 |
| t2 | 0.0773* | 0.7984 | -0.1159 | 0.7866 |
| t3 | -0.0752* | 0.804 | -0.1911 | 0.7156 |
| t4 | -0.4922 | 0.104 | -0.6833 | 0.2592 |
| t5 | -0.2076 | 0.493 | -0.8908 | 0.1882 |
| t6 | 0.2765 | 0.3612 | -0.6144 | 0.4075 |
| t7 | 0.1026 | 0.7348 | -0.5118 | 0.5229 |
| t8 | 0.2795 | 0.356 | -0.2323 | 0.7862 |
| t9 | -1.5186 | 0 | -1.7509 | 0.0539 |
| t10 | 0.4887 | 0.1065 | -1.2623 | 0.1874 |
| t11 | 0.0137** | 0.9638 | -1.2485 | 0.2138 |
| t12 | 0.5987 | 0.048 | -0.6498 | 0.5356 |
| t13 | -0.4723 | 0.1188 | -1.1221 | 0.304 |
| t14 | 0.2523 | 0.4048 | -0.8699 | 0.4426 |
| t15 | -0.4102 | 0.1755 | -1.2801 | 0.275 |
| t16 | -0.2351 | 0.4375 | -1.5152 | 0.2109 |
| t17 | -0.4341 | 0.1517 | -1.9493 | 0.1184 |
| t18 | 0.1929 | 0.524 | -1.7563 | 0.1716 |
| t19 | 0.1081 | 0.7212 | -1.6483 | 0.2117 |

續上頁

| | | | | |
|-----|---------|--------|-----------|--------|
| t20 | 0.2067 | 0.4949 | -1.4416 | 0.287 |
| t21 | 0.7884 | 0.0092 | -0.6532 | 0.6378 |
| t22 | -0.3737 | 0.2171 | -1.0269 | 0.4696 |
| t23 | 0.1468 | 0.6278 | -0.8801 | 0.5445 |
| t24 | -0.1666 | 0.5822 | -1.0466 | 0.4804 |
| t25 | -0.2539 | 0.4018 | -1.3005 | 0.3903 |
| t26 | 0.4954 | 0.1018 | -0.8051 | 0.602 |
| t27 | 0.59 | 0.0514 | -0.2151 | 0.8912 |
| t28 | 0.6057 | 0.0455 | 0.3905 | 0.8074 |
| t29 | -0.4333 | 0.1524 | -0.0428** | 0.9791 |
| t30 | 0.1188 | 0.6949 | 0.076* | 0.9635 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

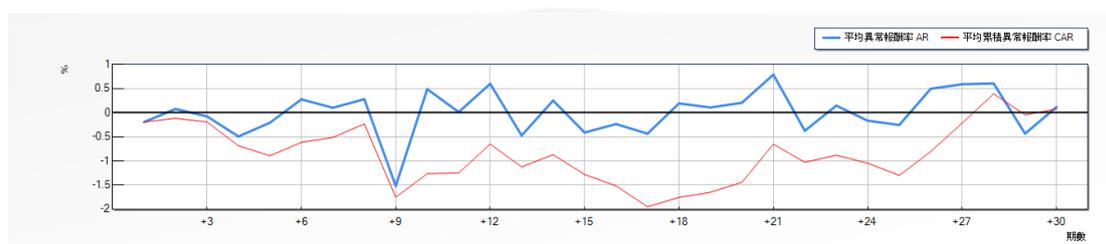


圖 肆 - 39、2016/01/16 總統大選對食品類股的影響

(九)2016/01/16 總統大選對金融類股的影響

下表 肆 - 40 顯示 2016 總統大選對於金融類股的影響，在平均異常報酬率 (AR) 的部分，資料中可以發現當年總統大選後 30 天雖然不明顯的顯著水準佔半數，且整體股市平均異常報酬率 (AR) 為負數的天數仍佔一半，但不同於 2004 年總統大選金融類股表現，即便整體平均異常報酬率 (AR) 在平盤附近遊走，整體趨勢發展並不顯著，但觀察到當年金融類股表現氣勢偏向正面。

在平均累積異常報酬率 (CAR) 的部分，資料中可以發現總統大選後事件期 30 天內平均累積異常報酬率 (CAR) 大多數呈現不明顯的顯著水準，且整體平均累積異常報酬率 (CAR) 呈現正值的天數居多，但隨著時間的推移，選後整體從負報酬一路走高，且大部分的時間多維持在平盤以上，代表當年總統大選後連續 30 天，最終法人與股民在電子類股中仍有不錯的獲利。金融類股的平均累積異常報酬率 (CAR) 在事件窗口在 $t=(26, 30)$ 皆呈現著 90%~100% 的機率正報酬的高顯著水準，在事件窗口 $t=(26, 28)$ 平均累積異常報酬率漲幅僅達 0.9448%。

表 肆 - 40、2016/01/16 總統大選對金融類股的影響

| 事件日 | AR(%) | P 值 | CAR(%) | P 值 |
|-----|------------|--------|---------|--------|
| t1 | 0.3328 | 0.1138 | 0.3328 | 0.1138 |
| t2 | -0.1066 | 0.6124 | 0.2262 | 0.4473 |
| t3 | -0.9025 | 0 | -0.6764 | 0.0635 |
| t4 | -0.4155 | 0.0484 | -1.0918 | 0.0095 |
| t5 | 0.6648 | 0.0016 | -0.427 | 0.3642 |
| t6 | -0.1807 | 0.3904 | -0.6078 | 0.2384 |
| t7 | -0.1735 | 0.4097 | -0.7813 | 0.1606 |
| t8 | 0.2459 | 0.2426 | -0.5354 | 0.3684 |
| t9 | 1.3038 | 0 | 0.7684 | 0.2236 |
| t10 | 0.9533 | 0 | 1.7217 | 0.0097 |
| t11 | -0.5761 | 0.0062 | 1.1456 | 0.1007 |
| t12 | -0.094* | 0.6549 | 1.0515 | 0.1492 |
| t13 | -0.7598 | 0.0003 | 0.2917 | 0.7006 |
| t14 | -0.5465 | 0.0094 | -0.2548 | 0.7463 |
| t15 | 1.0112 | 0 | 0.7565 | 0.3533 |
| t16 | -0.5188 | 0.0137 | 0.2377 | 0.7777 |
| t17 | -0.0066*** | 0.9749 | 0.2311 | 0.79 |
| t18 | -0.0275** | 0.896 | 0.2036 | 0.8196 |
| t19 | 0.1774 | 0.3991 | 0.381 | 0.6779 |
| t20 | 0.0845 | 0.6881 | 0.4655 | 0.6209 |
| t21 | 0.279 | 0.1849 | 0.7445 | 0.4401 |
| t22 | -0.0023*** | 0.9915 | 0.7422 | 0.4521 |
| t23 | 0.2417 | 0.2508 | 0.9839 | 0.3296 |
| t24 | -0.3953 | 0.0604 | 0.5887 | 0.568 |
| t25 | 0.4686 | 0.026 | 1.0572 | 0.315 |
| t26 | 0.9522 | 0 | 2.0094 | 0.0611 |
| t27 | 0.5036 | 0.0167 | 2.513 | 0.0216 |
| t28 | 0.4412 | 0.036 | 2.9542 | 0.008 |
| t29 | -0.2589 | 0.2186 | 2.6953 | 0.0174 |
| t30 | -0.1257 | 0.5502 | 2.5696 | 0.0258 |

註：*、**、***分別代表在 10%、5%、1%的顯著水準下為顯著之符號

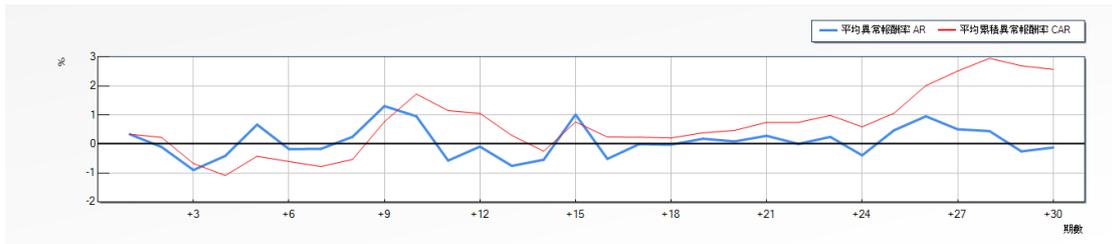


圖 肆 - 40、2016/01/16 總統大選對金融類股的影響



第三節 各產業在選舉事件日之 AR 及 CAR 不同顯著水準天數統計分析

表 肆 - 41、選舉事件日在異常報酬率(AR) 在不同顯著水準(P 值)之天數分析統計結果

| 事件日 | 產業類股 | AR P=0 (100%機率) | AR P≤1% (99%機率) | AR P≤5% (95%機率) | AR P≤10% (90%機率) | 總計 |
|---------------------------|------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|----|
| 2004 年 3 月 20 日 (連續執政) | 電子類股 | 16 | 8 | 2 | 0 | 26 |
| | 電機類股 | 6 | 4 | 6 | 0 | 16 |
| | 鋼鐵類股 | 9 | 8 | 3 | 0 | 20 |
| | 化工類股 | 3 | 3 | 3 | 1 | 10 |
| | 塑膠類股 | 5 | 5 | 6 | 1 | 17 |
| | 航運類股 | 5 | 4 | 6 | 2 | 17 |
| | 紡織類股 | 7 | 11 | 2 | 0 | 20 |
| | 食品類股 | 5 | 9 | 3 | 3 | 20 |
| | 金融類股 | 11 | 4 | 2 | 1 | 18 |
| 2008 年 3 月 22 日 (政黨輪替) | 電子類股 | 16 | 4 | 4 | 0 | 24 |
| | 電機類股 | 1 | 4 | 2 | 2 | 9 |
| | 鋼鐵類股 | 0 | 7 | 4 | 2 | 13 |
| | 化工類股 | 3 | 5 | 2 | 0 | 10 |
| | 塑膠類股 | 1 | 2 | 3 | 4 | 10 |
| | 航運類股 | 1 | 6 | 6 | 3 | 16 |
| | 紡織類股 | 5 | 9 | 3 | 0 | 17 |
| | 食品類股 | 9 | 5 | 0 | 0 | 14 |

續上頁

| | | | | | | |
|----------------------|------|----|----|---|---|----|
| | 金融類股 | 2 | 7 | 3 | 2 | 14 |
| 2012年1月14日 (連續執政) | 電子類股 | 19 | 7 | 2 | 0 | 28 |
| | 電機類股 | 2 | 10 | 4 | 1 | 17 |
| | 鋼鐵類股 | 7 | 4 | 3 | 0 | 14 |
| | 化工類股 | 0 | 6 | 3 | 0 | 9 |
| | 塑膠類股 | 0 | 4 | 3 | 1 | 8 |
| | 航運類股 | 3 | 5 | 2 | 2 | 12 |
| | 紡織類股 | 5 | 2 | 6 | 5 | 18 |
| | 食品類股 | 1 | 6 | 2 | 2 | 11 |
| | 金融類股 | 6 | 2 | 4 | 0 | 12 |
| 2016年1月16日 (政黨輪替) | 電子類股 | 7 | 7 | 4 | 1 | 19 |
| | 電機類股 | 0 | 3 | 3 | 2 | 8 |
| | 鋼鐵類股 | 6 | 6 | 4 | 4 | 20 |
| | 化工類股 | 1 | 2 | 2 | 4 | 9 |
| | 塑膠類股 | 0 | 0 | 2 | 1 | 3 |
| | 航運類股 | 1 | 5 | 3 | 2 | 11 |
| | 紡織類股 | 1 | 1 | 2 | 0 | 4 |
| | 食品類股 | 1 | 1 | 2 | 1 | 5 |
| | 金融類股 | 5 | 4 | 5 | 1 | 15 |

資料來源：本研究整理

表 肆 - 42、選舉事件日在累積異常報酬率(CAR) 在不同顯著水準(P 值)之天數分析統計結果

| 事件日 | 產業類股 | CAR P=0 (100%機率) | CAR P≤1% (99%機率) | CAR P≤5% (95%機率) | CAR P≤10% (90%機率) | 總計 |
|------------------------------|------|------------------|------------------|------------------|-------------------|----|
| 2004 年 3 月 20 日 (連續執政) | 電子類股 | 20 | 2 | 2 | 1 | 25 |
| | 電機類股 | 15 | 10 | 3 | 2 | 30 |
| | 鋼鐵類股 | 20 | 4 | 2 | 0 | 26 |
| | 化工類股 | 4 | 2 | 1 | 0 | 7 |
| | 塑膠類股 | 5 | 3 | 7 | 5 | 20 |
| | 航運類股 | 30 | 0 | 0 | 0 | 30 |
| | 紡織類股 | 11 | 14 | 4 | 0 | 29 |
| | 食品類股 | 29 | 1 | 0 | 0 | 30 |
| | 金融類股 | 1 | 2 | 1 | 2 | 6 |
| 2008 年 3 月 22 日 (政黨輪替) | 電子類股 | 30 | 0 | 0 | 0 | 30 |
| | 電機類股 | 0 | 5 | 1 | 1 | 7 |
| | 鋼鐵類股 | 1 | 20 | 5 | 2 | 28 |
| | 化工類股 | 13 | 5 | 3 | 1 | 22 |
| | 塑膠類股 | 0 | 1 | 2 | 1 | 4 |
| | 航運類股 | 0 | 0 | 1 | 2 | 3 |
| | 紡織類股 | 5 | 9 | 1 | 1 | 16 |
| | 食品類股 | 0 | 7 | 7 | 2 | 16 |
| | 金融類股 | 0 | 0 | 3 | 6 | 9 |
| 2012 年 1 月 14 日 | 電子類股 | 30 | 0 | 0 | 0 | 30 |
| | 電機類股 | 27 | 2 | 1 | 0 | 30 |

續上頁

| | | | | | | |
|----------------------|------|----|----|----|---|----|
| (連續執政) | 鋼鐵類股 | 26 | 0 | 1 | 0 | 27 |
| | 化工類股 | 22 | 4 | 1 | 0 | 27 |
| | 塑膠類股 | 0 | 0 | 2 | 2 | 4 |
| | 航運類股 | 0 | 6 | 10 | 6 | 22 |
| | 紡織類股 | 16 | 10 | 0 | 0 | 26 |
| | 食品類股 | 0 | 2 | 1 | 1 | 4 |
| | 金融類股 | 5 | 8 | 3 | 4 | 20 |
| 2016年1月16日 (政黨輪替) | 電子類股 | 2 | 3 | 3 | 1 | 9 |
| | 電機類股 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| | 鋼鐵類股 | 10 | 7 | 0 | 2 | 19 |
| | 化工類股 | 0 | 0 | 1 | 3 | 4 |
| | 塑膠類股 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | 航運類股 | 0 | 1 | 1 | 3 | 5 |
| | 紡織類股 | 0 | 1 | 0 | 1 | 2 |
| | 食品類股 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| 金融類股 | 0 | 3 | 3 | 2 | 8 | |

資料來源：本研究整理

總結以上統計數據，本文可歸納出以下的研究方向與結論：

- 一、台灣作為一個小型開放，高度仰賴國外資源及國際貿易的經濟體，屬於相當淺碟的市場結構，而且一般投資人在集中市場中的投資金額比率甚至名列世界前三位。再加上投資人交易行為常常受地緣政治風險、國內政治動盪與國外政經事件因素影響，容易隨著消息面改變投資方向，所以一般投資人為追求獲利，多會短線進出臺灣股市，進而造成股價的即時反應。因此自 2004 年以來歷屆總統選舉事件導致各類股的異常報酬現象，皆符合半強式效率市場假說。
- 二、若以在總統選舉結果是連續執政與政黨輪替間做比較，來計算大選後出現顯著水準($P \leq 10\%$ ，90%機率以上)之天數可發現：總統大選若發生政黨輪替，明顯對股市造成衝擊效應，導致股價走勢明顯，因為異常報酬率 AR 與累積異常報酬率 CAR 在大選後出現顯著的機率之天數明顯增加。股市投資人若在發生此類政治選舉結果後大筆敲進屬意的類股，應有很高的機率獲得可觀的報酬。反之，若總統大選結果發生執政黨連續執政，則對股市的衝擊幅度較小，異常報酬率 AR 與累積異常報酬率 CAR 在大選後出現顯著的機率之天數明顯為低。股市投資人相對比較沒有機會與空間在股市中獲利。
- 三、相較於其他類股，觀察到在歷屆總統大選中，航運類股在異常報酬率檢定大致上沒有任何顯著異常報酬的情況發生，這代表了航運類股與台灣總統大選間的關聯性低。實際上，整個航運類股主要是隨著全球景氣循環，大宗原物料如農產品、原油、石化原料、天然氣、礦產(煤、鐵礦砂等)的供需狀況而定，與反應國際散裝航運市況的波羅的海乾散貨運價指數(BDI)的關聯程度較高。對航運類股上市公司而言，不會特別因為台灣總統大選等政治題材而出現虧損或是營收增加，所以股價也不會有太大的起伏波動，故 2016 台灣總統大選的發生，對整個航運類股並沒有任何顯著或立即的異常反應。
- 四、相較於其他類股，觀察到在歷屆總統大選中，電子、電機類股在異常報酬率檢定有顯著異常報酬的情況發生，這代表了電子、電機類股與台灣總統大選敏感程度相當高。電子、電機產業向來是台灣的主要產業支柱。簡單舉與對岸有高度業務往來，台股市值占比第一大的電子類股台積電(2230)為例，截至 2019 年五月，市值已超過 6 兆新台幣，佔台股大盤比重約 20%(台灣證券交易所)。台股市值占比第二大的鴻海的事業版圖來自中國的營收比例相當高，以鴻海集團旗下金雞母富士康工業互聯網的總營收大約 1.67 兆台幣，佔比高達鴻海集團總營收 4.7 兆的 35%。因此對總統大選涉及兩岸關係、經貿等政治題材最為敏感。

五、相較於其他類股，觀察到在歷屆總統大選中，金融類股在異常報酬率檢定有顯著異常報酬的情況發生，這代表了金融類股與台灣總統大選敏感程度相當高。財政部擁有八大官股行庫(臺灣金控、兆豐金控、合庫金控、臺灣企銀外，包括土地銀行、第一金控、華南金控、彰化銀行)董事長及總經理等金融人事的任命權。除了是執政權力版圖重新分配外，也是為了有利於日後當局的經濟施政作為，好在總統大選提前布局。執政當局牢牢掌握八大官股行庫更可以全力拉抬股價行情，朝向有利於執政黨的選情發展。

六、對政府金融機關：目的在提供國安基金管理委員會以及政府四大基金包括：郵匯儲金、勞保基金、勞退基金及公務人員退撫基金等委外操盤者多面向的研究參考，好預估合理的股價，可有效提升其操作績效或是協助其達到事前設定的盈餘目標。

七、對市場投資人：提供一般投資大眾或是三大法人(外資、投信、自營商)決策者的參考依據。股價是市場發出的訊號。依過去的經驗值來評估每逢政治選舉事件，選舉概念股股價出現異常報酬率時，是否已偏離其核心競爭力及產業競爭態勢，投資人與決策者才可以及早反應與有應變的空間，才能對股價價值做出深入合理的判斷!

第五章 結論與建議

第一節 結論

民主的政治環境是市場經濟繁榮的關鍵；國家治理透明開放，自然造就經濟成長，這是國家的力量。選民藉由投票行使其意向，促使執政黨反躬自省其政策發展，則是展現來自社會的力量。國家力量與社會力量間彼此激盪出火花，除弊興利，才能創造出具備豐沛活力的政治經濟環境，共同走向符合社會期待的方向。股市是經濟景氣的先行指標，最能反映一個國家當前施政作為與未來經濟興衰、景氣榮枯的真實狀況。當人們預見經濟即將要好轉的時候，就會傾向於公開市場積極買進股票持有，相反地，當人們預見經濟將要衰退的時候，就會傾向於反手賣出股票出清，所以股市素有國家「經濟櫥窗」之稱；由股市指數的走向，即可預知一國今後景氣繁榮、經濟發展前景。分析近年政治選舉活動對台灣股價報酬波動之影響，正是本篇研究發展的真義與重點所在。

台灣受其特殊地緣政治影響，海峽兩岸關係詭譎多變，兩大黨間政治角力拉扯，政局始終動盪不安，因此任何選舉活動都會影響投資大眾在股票市場的信心表現。常言道：「股市在走，時機要有！」如何能讓投資大眾洞悉股市趨勢，正確研判市場情勢，深層思考市場訊號，以自我認定的股票價值為核心，秉持「追求價值，而非價格。」這個信念為基石，冷靜理性面對股票的價值與價格，逐一拆解股價可能組成的面向，包括基本面、消息面、供需面及市場情緒面等因子，在因勢利導之下，以求在股票市場中勝出。我們都可能誤判市場潮流，難以違背人性所趨，更無法主導產業變遷，因此站在每個決策點時，不忘省思：今日的決定，是否仍忠於初衷，不愧不怍？是本研究努力的目標之一。發掘並驗證是否真有類似「政治性景氣循環」預期般，選舉期間股價上漲的「選舉行情」、選舉後出現「慶祝行情」的現象產生？相信本文可做為股市投資人尋找投資機會時之參考。

本研究試以台股前九大權值類股的異常報酬率 AR 與累積異常報酬率 CAR 為標的，來探討台灣總統大選對不同行業造成的衝擊。研究顯示電子、電機類股的股價反應對於總統大選這類政治事件最顯著，有著較高的可能性與顯著水準(機率)出現異常報酬率 AR 與累積異常報酬率 CAR。深究其原因，應與台灣的產業結構和經貿環境有關。如前述，台灣長期處於資訊科技主導，電子、電機代工產業為支柱的發展方向，其中光是電子類股即佔了台股總市值約 70.84%(如圖 壹-6)，自然受政治選舉事件的影響較其他產業類別為大。其他受總統選舉事件影

響程度較大的類股有鋼鐵與金融類股。反之，其他受總統選舉事件影響程度較小的有塑膠、化工、紡織、航運與食品類股。

總統大選結果若發生政黨輪替，則對股市造成衝擊效應，導致股價走勢明顯。異常報酬率 AR 與累積異常報酬率 CAR 明顯增加。總統大選若發生執政黨連續執政，對股市的衝擊幅度較小，異常報酬率 AR 與累積異常報酬率 CAR 明顯為低。觀察 2004 年、2008 年、2012 年、2016 年四次總統大選間的分析比較發現，2008 年總統大選對台股的衝擊程度最大，股價波動幅度劇烈，異常報酬率 AR 與累積異常報酬率 CAR 明顯。2012 年總統大選對台股的負向衝擊程度最小，總統大選事件期間內異常報酬率 AR 與累積異常報酬率 CAR 不顯著，但總統大選後則出現了「慶祝行情」，股價呈一路上揚的局面。

第二節 研究限制、後續研究與建議

受限於 TEJ 資料庫僅能提供 2001 年以後的股價樣本，因此本研究進行異常報酬率 AR 以及累積異常報酬率 CAR 分析時，僅能從 2004 年的總統選舉事件日開始對台灣股市前九大權值股產業的影響進行探討，這是本研究的限制所在。建議後續研究者可加入更多的統計變異係數或財務比率，進一步探知哪些變異係數或財務比率在客觀評估總統大選對股市之影響較為顯著。另外事件日的宣告對其他主要或衍生性金融商品是否也會產生影響，可以將此列入研究分析的對象。

參考文獻

壹、中文書目

沈中華、李建然(2000)，「事件研究法：財務與會計實證研究必備」，台北：華泰。

貳、中文論文

陳聰賢(2011)，「率市場假說與多元化投資組合存在長期利潤之再研究：以美國及其主要外國直接投資夥伴之股市為例」，國立雲林科技大學管理研究所博士班博士論文。

李怡恬(2004)，「效率市場假說之實證研究—以亞太地區股市為例」，銘傳大學管理科學研究所碩士論文。

陳淑容(1993)，「中、日、港、新四國股市弱式效率市場假說檢定」，淡江大學金融研究所碩士論文。

李岳霖(2005)，「政治景氣循環與股價的動態調整」，國立臺灣大學經濟學研究所碩士論文。

簡文政(2001)，「政治景氣循環」，國立中山大學經濟學研究所碩士論文。

蘇郁麟(2005)，「台灣的政治性景氣循環對總體經濟影響實證之研究」，國立東華大學國際經濟研究所碩士論文。

蘇郁涵(2017)，「選舉行情對台灣股市影響之研究」，國立彰化師範大學會計學系企業高階管理(EMBA)碩士論文。

潘思豪(2014)，「選舉利多新聞是口水嗎？以總統大選為例」，國立臺北商業技術學院財務金融研究所碩士論文。

黃巧雯(2013)，「台灣政治循環下股票市場投資組合績效之探討」，國立高雄第一科技大學金融研究所碩士論文。

洪俊龍(2003)，「選舉結果與股市後勢表現」，國立政治大學財政研究所碩士論文。

鄭慧君(2012)，「總統大選對股市的影響:以台灣為例」，國立臺北商業技術學院財務金融研究所碩士論文。

卓世傑(2004)，「台灣股市選舉行情之實證研究：1989-2004年」，國立成功大學政治經濟學研究所碩士論文。

林彙桓(2012)，「台灣總統大選股市慶祝行情之實證研究：2012年」，國立成功大學經營管理碩士學程碩士論文。

林麗芳(2015)，「總統選舉對股價報酬率和波動率影響：以台灣為例」，國立成功大學經濟研究所碩士論文。

王志成(2008)，「台灣政治選舉事件對股價指數的影響」，國立台中技術學院事業經營研究所碩士論文。

張淑靜(2017)，「美國總統選舉事件對台灣股市異常報酬之影響」，國立高雄第一科技大學金融系碩士論文。

陳春富(2018)，「英國脫歐對台灣股市之影響」，南華大學財務金融學系財務管理碩士班碩士論文。

蔡宜洲(2015)，「美國實施量化寬鬆對台股之影響」，南華大學財務金融學系財務管理碩士班碩士論文。

吳美寬(2014)，「歐債危機對台灣上市櫃股價報酬之影響」，南華大學財務金融學系財務管理碩士班碩士論文。

參、中文期刊

蔡昕俞(2013)，政治獻金對臺灣公司股票報酬之影響，臺灣民主季刊，第十卷，第一期。

陳信憲、陳雯香(2011)，政治獻金對臺灣公司股票報酬之影響，臺灣銀行季刊，第六十二卷，第二期。

徐清俊、于文燕 (2004)，選舉事件對台灣股市之影響，遠東學報，第二十二卷，第二期，231-249 頁。

張貴婷、陳青浩、林明俊、隋安莉(2006)，「總統及北高市長選舉事件對股市報酬率之影響」，嘉南學報，第三十二期，350-363 頁。

張倉耀、蘇志偉、張旭玲、朱曉萍(2006)，「從展望理論看台灣總統選舉對股票市場之效應分析」，選舉研究，第十三卷，第一期，87-118 頁。

陳怡誼、卓翠月、白詩婷(2017)，「總統選舉事件對股市之影響」，選舉研究，第二十四卷，第一期，33-60 頁。

廖敏治、周建志、李逸雯、陳麗慧、李尹辰、徐詩評(2015)，「美國量化寬鬆貨幣政策—對臺灣股市影響」，全球商業經營管理學報，第七期，175-183 頁。

汪志忠、鄭雅云(2012)，「總統大選對股票市場之動態衝擊分析：美國與台灣之比較」，政治科學論叢，第五十四期，121-152 頁。

肆、媒體報導

鄒至莊：《觀念平台—論經濟波動和政府政策關係》，中時電子報(2018年11月27日)。

<https://www.chinatimes.com/newspapers/20181127000253-260202>

伍、英文書目

James A. Robinson; Daron Acemoglu (2012). Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity and Poverty. New York: Crown Business. ISBN 978-0307719218.

陸、英文文獻

Boland, Lawrence A. (2008). "assumptions controversy", The New Palgrave Dictionary of Economics, 2nd Edition Online abstract. Accessed May 30, 2008.

Brown, S. J., and Warner, J. B. (1980), Measuring security price performance. Journal of Financial Economics, Vol.8, 205-258.

- Brown, S. J., and Warner, J. B. (1985), Using daily stock returns-the case of event studies. *Journal of Financial Economics*, Vol.14, 3-21.
- Dennis C. Mueller, *Public choice II: A Revised Edition of Public Choice* (New York: Cambridge University Press 1991), pp.277-301.
- Dolley, J. C.(1933) ," Characteristics and procedure of common stock split-ups" ,*Harvard Business Review*, Vol.11, pp.316-326.
- Dyckman, T., D. Philbrick and J. Stephan(1984), "A comparison of event study methodologies using daily stock returns: A simulation approach" ,*Journal of Accounting Research*, Vol.22, 1-33.
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., and Roll, R. (1969),The adjustment of stock prices to news information.*International Economic Review*,Vol.69(10), 1-21.
- Fama, E. F., (1970), "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work," *Journal of Finance*, Vol. 25, 383-420.
- Friedman, Milton (1953), "The Methodology of Positive Economics", *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, pp. 14 – 15, 22, 31.
- MacRae, C. Duncan (1977). "A Political Model of the Business Cycle." *Journal of Political Economy*, Vol. 85, No. 2:239-63.
- Nordhaus, William D. (1975). "The Political Business Cycle." *Review of Economic Studies*, Vol. 42, No. 2:169-90.
- Robbins, Lionel (1932). *An Essay on the Nature and Significance of Economic Science*, p. 15. London: Macmillan. Links for 1932 HTML and 2nd ed., 1935 facsimile
- Rappaport, Steven (1996). "Abstraction and Unrealistic Assumptions in Economics", *Journal of Economic Methodology*, 3(2), pp. 215 – 236. Abstract, (1998). *Models and Reality in Economics*. Edward Elgar, p. 6, ch. 6 – 8.